DDR - STEČAJNA REORGANIZACIJA KAO INSTRUMENT KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA NA PRIMERU SRPSKIH KOMPANIJA U FINANSIJSKIM TEŠKOĆAMA

By Dragana Rađen - II provera

WORD COUNT 94511 TIME SUBMITTED 18-APR-2016 01:19PM
PAPER ID 22525790

UNIVERZITET SINGIDUNUM
BEOGRAD
DEPARTMAN ZA POSLEDIPLOMSKE STUDIJE

DOKTORSKA DISERTACIJA

STEČAJNA REORGANIZACIJA KAO INSTRUMENT KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA NA PRIMERU SRPSKIH KOMPANIJA U FINANSIJSKIM TEŠKOĆAMA

MENTOR
Prof. dr Nemanja Stanišić

KANDIDAT
Dragana Rađen

BEOGRAD, 2016. godina

Posveta

Mojim roditeljima i sestri hvala na neizmernoj podršci i strpljenju tokom celog perioda studiranja.

Posebnu zahvalnost dugujem Privrednim sudovima u Srbiji, Agenciji za licenciranje stečajnih upravnika i Privrednoj komori Srbije koji su dostavili podatke za sprovođenje istraživanja, prijatelju Goranu na pravnoj podršci tokom pisanja teze, i mentoru na korisnim sugestijama.

Abstract

Financial distress and insolvency have negative repercussions on a company's management, owners, suppliers, employees, customers and other stakeholders. Through the mechanism of bankruptcy reorganisation, efficient insolvency law ensures the survival of insolvent but economically viable companies. In this regard, the key issues refer to the influence of financial distress and bankruptcy reorganisation on key corporate-governance mechanisms and how these changes, combined with applied bankruptcy rules and time spent in bankruptcy, influence the success of adopted reorganisation plans.

The objective of this dissertation is to investigate the influence of financial distress and bankruptcy reorganisation on key corporate-governance mechanisms in large and medium-sized companies that adopted a reorganisation plan or pre-pack reorganisation plan in the Republic of Serbia during the period of January 2009 – June 2015. It also analyses the success of the adopted reorganisation plans and pre-packaged reorganisation plans with an objective to determine which factors can contribute to the rehabilitation of the Serbian corporate sector. Out of 83 sample companies, ownership structure changed in 18 companies, while top-management structure changed in 32 companies. In the observed companies, the pre-bankruptcy ownership structure changed after adopting the reorganisation plan, while top-management turnover was relatively constant throughout both the bankruptcy period and the first year succeeding the adoption of the reorganisation plan. A logistic and OLS regression analysis indicates that two factors influenced change in the pre-bankruptcy ownership structure: the company's liquidity and whether the owners were involved in running the distressed company prior to declaring bankruptcy. Also, results of the logistic and OLS regression provided evidence that the company's size and applied bankruptcy procedure influenced top-management turnover in Serbian large and medium-sized distressed companies. The influence of all other observed variables on pre-bankruptcy ownership and top-management structures was deemed to be statistically insignificant. Concerning the success of bankruptcy reorganisation in the Republic of Serbia, the results in this dissertation show that 75% of observed companies are still reorganising while 25% of companies applied for bankruptcy after the adoption of the reorganisation plan or pre-packaged reorganisation plan. Establishment of a creditor's board or other similar body that has a smaller number of members after the adoption of a reorganisation

plan or pre-packaged reorganisation plan can increase the success of bankruptcy reorganisation in the Republic of Serbia.

Overall, results of the analyses presented in this dissertation suggest that bankruptcy reorganisation could be used as an effective mechanism for the rehabilitation of the corporate sector in transition economies. However, this process has to be supported with changes in corporate-governance practice and institutional and legal reforms.

Keywords: corporate governance, financial distress, bankruptcy, reorganisation, the bankruptcy law

Apstrakt

Finansijske teškoće i insolventnost imaju negativne posledice na menadžment kompanije, njihove vlasnike, dobavljače, kupce i druge stejkholdere. Upotrebom mehanizma stečajne reorganizacije, efikasan stečajni zakon obezbeđuje opstanak insolventnih, ali ekonomski vitalnih kompanija. U ovom kontekstu, ključna pitanja se odnose na uticaj finansijskih teškoća i stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja, i kako promene u ovim mehanizmima u kombinaciji sa primenjenom stečajnom procedurom i vremenom provedenim u stečaju utiču na uspešnost usvojenih planova reorganizacije.

Cilj ove disertacije je da ispita uticaj finansijskih teškoća i stečajne reorganizacije na ključne mehanizme korporativnog upravljanja u velikim i srednjim kompanijama koje su usvojile plan reorganizacije ili unapred pripremljeni plan reorganizacije u Republici Srbiji u periodu januar 2009. – jun 2015. U disertaciji se takođe analizira uspešnost usvojenih planova reorganizacije i unapred pripremljenih planova reorganizacije sa ciljem da se utvrdi koji faktori mogu da doprinesu rehabilitaciji srpskog korporativnog sektora. Od ukupno 83 kompanije iz uzorka, vlasnička struktura je promenjena u 18 kompanija, dok je top menadžment promenjen u 32 kompanije. U posmatranim kompanijama, predstečajna vlasnička struktura je promenjena nakon usvajanja plana reorganizacije, dok su se promene top menadžmenta bile jednako prisutne u toku stečajnog postupka i jednu godinu neposredno nakon usvajanja plana reorganizacije. Logistička i OLS regresija ukazuju da su dva faktora uticala na promenu predstečajne vlasničke strukture: likvidnost kompanije i da li su vlasnici bili uključeni u upravljanje kompanijom u finansijskim teškoćama pre nego što je nad istom otvoren stečaj. Pored navedenog, rezultati logističke i OLS regresije su pokazali da su veličina kompanije i primenjena stečajna procedura uticali na promenu top menadžmenta u srpskim velikim i srednjim kompanijama u finansijskim teškoćama. Uticaj ostalih posmatranih faktora na predstečajnu vlasničku i menadžersku strukturu nije bio statistički značajan. Kada je reč o uspešnosti stečajne reorganizacije u Republici Srbiji, rezultati u ovoj disertaciji pokazuju da je 75% posmatranih kompanija u procesu reorganizacije, dok je nad 25% ponovo otvoren stečaj nakon usvajanja plana reorganizacije ili unapred pripremljenog plana reorganizacije. Imenovanje odbora poverilaca ili sličnog tela nakon usvajanja plana reorganizacije ili unapred

pripremljenog plana reorganizacije sa manjim broj članova može da doprinese većoj uspešnosti usvojenih planova reorganizacije u Republici Srbiji.

Na samom kraju, rezultati analize koji su prezentovani u ovoj disertaciji ukazuju na to da stečajna reorganizacija može da se korist kao efikasan mehanizam za rehabilitaciju korporativnog sektora u zemljama u tranziciji. Međutim, ovaj proces mora biti podržan promenama prakse korporativnog upravljanja, institucionalnim i pravnim reformama.

Ključne reči: korporativno upravljanje, finansijske teškoće, stečaj, reorganizacija, Zakon o stečaju

SADRŽAJ

Uvodna razmatranja **1**

1. Osnovni koncepti kompanije, zaštite interesa akcionara i korporativnog upravljanja **10**

1.1. Teorijsko i zakonodavno određenje kompanije 10
1.2. Ciljevi i razvijeni modeli kompanije 11
1.3. Klasifikacija i značaj kompanijskih merila performansi 14
1.4. Ključne karakteristike menadžmenta baziranog na vrednosti 17
1.5. Opšti koncepti zaštite interesa akcionara i korporativnog upravljanja 20
1.5.1. Ključne oblasti zaštite interesa akcionara 20
1.5.2. Mehanizmi zaštite interesa akcionara 24
1.5.3. Zaštita prava akcionara i korporativno upravljanje u Republici Srbiji 26
1.5.3.1. Mehanizmi zaštite interesa akcionara u Republici Srbiji 26
1.5.3.2. Organi upravljanja u srpskim kompanijama 28
1.5.3.3. Praksa korporativnog upravljanja u Republici Srbiji 29
1.6. Prestanak kompanije i posledice stečaja 31
1.6.1. Oblici prestanka kompanije 31
1.6.2. Pravne i ekonomske posledice stečaja 33

2. Ključni aspekti finansijskih teškoća i stečajne reorganizacije **35**

2.1. Definicije finansijskih teškoća 36
2.2. Faze akumulacije finansijskih teškoća 40
2.3. Izvori finansijskih teškoća 43
2.4. Ključni aspekti reorganizacije u stečaju 47
2.4.1. Subjekti stečaja 48
2.4.2. Stečajni organi 52
2.4.3. Lična uprava stečajnih dužnika 59
2.4.3.1. Sistem lične uprave u Sjedinjenim Američkim Državama i Nemačkoj 59
2.4.3.2. Pretpostavke za uvođenje koncepta lične uprave u Republici Srbiji 62
2.4.4. Investiciona politika kompanija u finansijskim teškoćama 64
2.4.5. Procena vrednosti kompanija u stečaju 67
2.4.5.1. Metode procene vrednosti stečajnih dužnika 68
2.4.5.2. Procena vrednosti stečajnih dužnika u Republici Srbiji 70
2.5. Mere reorganizacije 71
2.5.1. Restrukturiranje dugova 74
2.5.2. Prodaja imovine u stečaju 80
2.5.3. Novo zaduživanje kompanija u finansijskim teškoćama 85
2.5.4. Ostale mere reorganizacije 89
2.5.4.1. Konverzija duga u kapital 89
2.5.4.2. Promena pravne forme kao mera reorganizacije 91

2.5.4.3. Statusne promene kao mera reorganizacije 92

2.6. Uspešnost stečajne reorganizacije kao mehanizma za rehabilitaciju poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama 94

3. Korporativno upravljanje u kompanijama u finansijskim teškoćama 99

3.1. Izvori konflikata interesa i informacione asimetrije 99
3.2. Mehanizmi za upravljanje konfliktima interesa i informacionom asimetrijom 102
3.3. Uticaj stečajne reorganizacije na menadžment 105
3.4. Uticaj stečajne reorganizacije na vlasništvo 110

4. Stečajna regulativa kao eksterni mehanizam korporativnog upravljanja 114

4.1. Ciljevi stečajne regulative 115
4.2. Stečajna načela 119
4.3. Okviri međunarodnog i evropskog stečajnog prava 123
4.4. Ocena efikasnosti stečajnog postupka 125
4.4.1. Vreme provedeno u stečaju kao indikator efikasnosti stečajne regulative 128
4.4.2. Troškovi stečaja 131
4.4.2.1. Definicije troškova stečaja 132
4.4.2.2. Utvrđivanje visine ukupnih troškova stečaja 135
4.4.3. Kvalitet stečajnog sistema- poređenje najbolje i najlošije prakse 140
4.5. Uporedna zakonska rešenja u delu stečajne reorganizacije 141
4.5.1. Stečajna reorganizacija u Sjedinjenim Američkim Državama 142
4.5.1.1. Stečajna reorganizacija u skladu sa Poglavljem 11 143
4.5.1.2. Hibridni postupci reorganizacije 146
4.5.2. Stečajna reorganizacija u Velikoj Britaniji 149
4.5.3. Stečajna reorganizacija u Nemačkoj 150
4.6. Stečajna reorganizacija u Republici Srbiji 151
4.6.1. Geneza stečajne regulative u Republici Srbiji 152
4.6.2. Osnovne karakteristike stečajne reorganizacije u Republici Srbiji 156
4.6.3. Sadržina plana reorganizacije i mere za njegovu realizaciju 161
4.6.3.1. Sadržina plana reorganizacije 162
4.6.3.2. Mere za realizaciju plana reorganizacije 166
4.6.4. Izmena plana, nadzor nad sprovođenjem, i nepostupanje po planu 167
4.6.5. Prednosti i nedostaci UPPR-a u odnosu na plan reorganizacije u stečaju 169
4.6.6. Ključni problemi i preporuke za unapređenje stečajne regulative 170
4.7. Sporazum o finansijskom restrukturiranju kao alternativa stečajnoj reorganizaciji 176

5. Makroekonomski pristup u rešavanju sistemskih kriza 181

5.1. Uloga banaka u rešavanju problema NPL kredita 181
5.2. Svetske bankarske krize i pristupi u njihovom rešavanju 186
5.3. Uloga države u rešavanju problema NPL kredita 188
5.4. Uloga strateških investitora u rešavanju problema NPL kredita 191
5.5. Uloga kompanija za preuzimanje i upravljanje imovinom u rešavanju NPL kredita 193
5.6. Rezime ključnih problema u rešavanju NPL kredita 196

6. Empirijska analiza uticaja stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja i ocena uspešnosti stečajne reorganizacije u Republici Srbiji 198

6.1. Istraživačka pitanja i razvoj hipoteza 199
6.2. Definisanje populacije i uzorka 201
6.3. Definicija vremenskog horizonta i izbor ekonometrijskog modela 205
6.4. Deskriptivne statistike 209
6.5. Analiza uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu srpskih kompanija 217
6.5.1. Definicija varijabli u analizi uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu 218
6.5.2. Modeli u analizi uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu 227
6.5.3. Rezultati analize uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu 228
6.6. Analiza uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment srpskih kompanija 232
6.6.1. Definicija varijabli u analizi uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment 233
6.6.2. Modeli za analizu uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment 239
6.6.3. Rezultati analize uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment 240
6.7. Analiza uspešnosti stečajne reorganizacije u Republici Srbiji 243
6.7.1. Definicija varijabli u analizi uspešnosti stečajne reorganizacije 245
6.7.2. Modeli za analizu uspešnosti usvojenih planova reorganizacije i UPPR-ova 248
6.7.3. Rezultati analize uspešnosti stečajne reorganizacije u Republici Srbiji 249
6.8. Ograničenja istraživanja 251
Zaključna razmatranja, implikacije na postojeću praksu i preporuke za buduća istraživanja 252

Literatura 257

SPISAK ILUSTRACIJA

Tabele

Tabela 1. Osnovni interesi stejkholdera 13
Tabela 2. Pregled najčešće korišćenih merila performansi 15
Tabela 3. Izvori finansijskih teškoća 45
Tabela 4. Stečajni postupci vođeni u Republici Srbiji za period 01.01.2005.– 02.10.2015. 49
Tabela 5. Intenzitet mera restrukturiranja u kompanijama u finansijskim teškoćama 74
Tabela 6. Faktori koji opredeljuju izbor metoda restrukturiranja dugova 78
Tabela 7. Pregled ključnih istraživanja promene top menadžerske strukture u SAD-u 108
Tabela 8. Uporedni pregled prioriteta naplate potraživanja u stečaju 118
Tabela 9. Istraživanja direktnih troškova stečaja u SAD-u 136
Tabela 10. Najbolja i najlošija stečajna praksa u svetu 140
Tabela 11. Poređenje efikasnosti stečajnog postupka zemalja biše Jugoslavije ……..... 141
Tabela 12. Poređenje formalnih postupaka reprograma dugova u Republici Srbiji 180
Tabela 13. Podrška finansijskom sistemu članica EU u periodu okt. 2008.– okt.2012. 190
Tabela 14. Najveća restrukturiranja banaka na prostoru EU u periodu 2007. – 2012. 194
Tabela 15. NPL racio u zemljama bivše Jugoslavije u periodu 2011. – 2015. 196
Tabela 16. Sektorska pripadnost kompanija u uzorku ……. 209
Tabela 17. Vremenska dinamika stečajnih postupaka kompanija u uzorku ……..... 210
Tabela 18. Osnovni finansijski pokazatelji kompanija u uzorku …… 211
Tabela 19. Koncentracija vlasništva u kompanijama iz uzorka …….. 212
Tabela 20. Struktura udela većinskog vlasnika kompanija iz uzorka …….. 213
Tabela 21. Struktura vlasništva kompanija iz uzorka …… 213
Tabela 22. Složenost strukture vlasništva u kompanijama iz uzorka …… 213
Tabela 23. Struktura promena internih mehanizama korporativnog upravljanja u odnosu na primenjenu stečajnu proceduru kompanija iz uzorka ……. 215
Tabela 24. Struktura promena internih mehanizama korporativnog upravljanja u odnosu na organizacionu formu kompanija iz uzorka …… 215
Tabela 25. Uspešnost stečajne reorganizacije …… 216
Tabela 26. Finansijski indikatori korišćeni u empirijskoj analizi …… 226

Tabela 27. Moć predviđanja modela korišćenih u istraživanju uticaja stečajne reorganizacije na vlasništvo (logit model) 229
Tabela 28. Moć predviđanja modela korišćenih u istraživanju uticaja stečajne reorganizacije na vlasništvo (OLS model) 229
Tabela 29. Sumarni rezultati analize uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu (logit model) 231
Tabela 30. Sumarni rezultati analize uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu (OLS model) 232
Tabela 31. Moć predviđanja modela korišćenih u istraživanju uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment (logit model) 241
Tabela 32. Moć predviđanja modela korišćenih u istraživanju uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment (OLS model) 241
Tabela 33. Sumarni rezultati analize uticaja stečajne reorganizacije na strukturu top menadžmenta (logit model) 242
Tabela 34. Sumarni rezultati analize uticaja stečajne reorganizacije na strukturu top menadžmenta (OLS model) 243
Tabela 35. Moć predviđanja modela korišćenih u istraživanju uspešnosti stečajne reorganizacije (logit model) 249
Tabela 36. Moć predviđanja modela korišćenih u istraživanju uspešnosti stečajne reorganizacije (OLS model) 250
Tabela 37. Sumarni rezultati analize uspešnosti stečajne reorganizacije (logit model) 250
Tabela 38. Sumarni rezultati analize uspešnosti stečajne reorganizacije (OLS model) 250

Slike

Slika 1. Mreža vrednosti za akcionare 19
Slika 2. Odnos vlasnika i menadžera 24
Slika 3. Definicija vremenskog horizonta 206
Slika 4. Oblik standardne logističke funkcije 207

Prilozi

Prilog 1. Informacije o populaciji i uzorku 275
Prilog 2. Pregled varijabli koje su korišćene u istraživanju 278

UVODNA RAZMATRANJA

Motivacija za izbor predmeta rada

„Kapitalizam bez stečaja je kao hrišćanstvo bez pakla", Frank Borman (1982). „Stečajni zakon (...) je najprirodniji indikator različitih doktrina koje razdvajaju svetske pravne sisteme u kontekstu finansijskog prava. Destruktivna snaga stečaja je ta koja je oblikovala sadašnja pravila trgovačkog prava, i upravo je stečaj ultimativni test za utvrđivanje da li je pravosuđe sposobno da ostvari svoje shvatanje pravde, pravičnosti i pravne civilizacije", Philip Wood (1995)[1], (citirano prema: Sajter, 2010: 729). Gore navedene izjave ukazuju da je stečaj neminovnost koja u sebi poseduje snagu da menja postojeća pravila privređivanja.

Podnošenje prijave za pokretanje stečaja i otvaranje stečaja obično povlači za sobom troškove stečaja, gubitak poslovne reputacije, smanjenje vrednosti stečajnih dužnika i promene u ključnim strukturama (vlasništvu i menadžmentu). Stečajna reorganizacija je mehanizam koji daje šansu kompanijama u finansijskim teškoćama za ekonomski i finansijski oporavak, ali i omogućava poveriocima da naplate potraživanja u većem iznosu nego što bi to ostvarili momentalnom likvidacijom imovine stečajnog dužnika. Uspešnost reorganizacije određena je skupom mera koje stečajni dužnik namerava da sprovede nakon usvajanja plana reorganizacije, kvalitetom internih i eksternih mehanizama korporativnog upravljanja, ali i zakonskim rešenjima koje primenjuje konkretna zemlja u oblasti stečaja i kompanijskog prava. Samo reorganizacije koje se sprovedu do kraja kreiraju vrednost na makro i mikro nivou.

Radnje na pripremi plana reorganizacije, usaglašavanje uslova reprograma sa poveriocima, glasanje za plan i primena plana reorganizacije zahtevaju ulaganje značajnog truda i vremena od strane stečajnog dužnika (menadžmenta i vlasnika), poverilaca i stečajnog upravnika. Ovaj proces karakterišu sukobi interesa koji se javljaju na različitim relacijama: razlučni-stečajni poverioci, poverioci-menadžment, poverioci-vlasnici, menadžment-stečajni upravnik i drugi. Ovi sukobi interesa nastaju usled asimetričnih informacija i različitih interesa učesnika u stečaju. Oni produžavaju vreme koje kompanija provede u stečaju, povećavaju

[1] Wood, P.R. (1995). *Principles of International Insolvency*. London: Sweet & Maxwell.

ukupne troškove stečaja i umanjuju vrednost imovine stečajnog dužnika. Da bi stečajna reorganizacija kreirala vrednost za stejkholdere kompanija u finansijskim teškoćama, potrebno je uspostaviti efikasne mehanizme za upravljanje konfliktima interesa i informacionom asimetrijom u toku stečajnog postupka. U zemljama sa slabom zaštitom interesa investitora, nedovoljnom transparentnošću poslovanja kompanija, nerazvijenim tržištem kapitala, pasivnom ulogom ključnih poverilaca u rešavanju problema nenaplativih kredita, stečajna regulativa ima najznačajniju ulogu u rešavanju konflikata interesa i problema informacione asimetrije. Zbog ove činjenice, dobro definisana stečajna regulativa koja se dosledno primenjuje od strane svih učesnika u stečaju može da opredeli uspešnost stečajne reorganizacije, ali i da bude generator promena postojećih obrazaca ponašanja ključnih stejkholdera kompanija i prakse korporativnog upravljanja.

Finansijske teškoće i stečaj su jedan od načina da kompanije nauče iz prethodnog lošeg iskustva, ali njihova rehabilitacija pretpostavlja kreiranje ambijenta u kome se na njih ne gleda kao na gubitnike. Ovo uključuje spremnost: 1) države da kroz uvođenje niza mera omogući kompanijama koje su usvojile planove reorganizacije da dođu do novih poslova; 2) kreditora da obezbede nove izvore finansiranja pod povoljnim uslovima i stimulišu poslovnu i investicionu aktivnost ovih kompanija; 3) investitora da kroz ulaganje kapitala u kompanije u finansijskim teškoćama smanje njihovu potrebu za zaduživanjem, i podstaknu razvoj primarnog i sekundarnog tržišta za kupovinu i prodaju akcija i udela ovih kompanija, i 4) kvalitetnog kadra da ostane u kompanijama koje se suočavaju sa finansijskim teškoćama i svojim znanjem i umećem ubrzaju njihovu rehabilitaciju. Promena percepcije poslovne javnosti i davanje druge šanse kompanijama koje su aplicirale za stečaj zahteva od učesnika u stečaju da dobro poznaju koncepte stečaja, i njihov uticaj na vrednost kompanije i mehanizme korporativnog upravljanja.

Stečajna reorganizacija je regulisana Zakonom o stečaju[2] i kao institut stečajnog prava prvi put uvedena je u Republici Srbiji 2004. godine. Na ovaj način zakonska rešenja koja se primenjuju u Republici Srbiji su se približila anglosaksonskim rešenjima, ali i rešenjima koja su ugrađena u nemačko stečajno pravo koje je reformisano po ugledu na Poglavlje 11. Prema mišljenju nekih autora, reorganizacija je sličan institut prinudnom poravnanju koji se sprovodio

[2] Zakon o stečaju („Sl. glasnik RS", br. 104/2009, 99/2011-dr. zakon, 71/2012-odluka US i 83/2014.).

shodno odredbama Zakona o prinudnom poravnanju, stečaju i likvidaciji[3]. Za razliku od prinudnog poravnanja, reorganizacija nudi mnogo veći stepen fleksibilnosti i to pre svega u pogledu mera koje se primenjuju i učesnika reorganizacije. Zbog činjenice da je istorija moderne stečajne reorganizacije u Republici Srbiji relativno kratka u poređenju sa razvijenim zemljama sveta, i dalje postoji značajan prostor za njeno proučavanje i unapređenje.

Stečajna reorganizacija je strogo formalno-pravno regulisana procedura, ali se ona ne može odvojeno posmatrati od ekonomskog konteksta. Ulazak kompanije u stečaj posledica je prošlih odluka menadžmenta koje su bile motivisane maksimizacijom profita, ali su istovremeno uključivale i određenu dozu rizika ulaska u finansijske teškoće u slučaju da realizacija projekta ne bude u planiranim okvirima. Isto tako, posledice stečajne reorganizacije na stejkholdere kompanije su pravne i ekonomske prirode. Zbog ove činjenice, sveobuhvatno izučavanje koncepta reorganizacije zahteva interdisciplinarni pristup koji će biti primenjen i u ovoj disertaciji.

Ekonomska i finansijska kriza koja je započela krajem 2008. godine u Sjedinjenim Američkim Državama prouzrokovala je nelikvidnost i insolventnost velikog broja kompanija. Ova kriza se proširila na ceo svet i dovela do preispitivanja postojećih mehanizma korporativne kontrole i upravljanja. Nastali problemi su zahtevali aktivnije uključivanje države u vođenju održive monetarne politike, kao i izmene poreske, stečajne i druge zakonske regulative. Krajnji cilj ove intervencije je zaštita prava investitora uz obezbeđivanje opstanka kompanija u finansijskim teškoćama i sprečavanje njihove preuranjene likvidacije. Ova kriza još jednom je podsetila na značaj stečajne reorganizacije kao eksternog mehanizma korporativnog upravljanja u kompanijama koje se suočavaju sa finansijskim teškoćama, i njenom potencijalu da kreira vrednost za stejkholdere kompanije. Imajući u vidu da su ekonomske krize i cikličnost u kretanju privrede imanentni ljudskom društvu, problematika korporativnog upravljanja u kompanijama u stečajnoj reorganizaciji nema privremen karakter i razlikuju se samo modaliteti rešenja koji se primenjuju u konkretnim okolnostima.

[3] Zakon o prinudnom poravnanju, stečaju i likvidaciji ("Sl. listu SFRJ", br. 84/89 i "Sl. listu SRJ", br. 37/93, 28/96).

Polazeći od napred navedenog, u disertaciji smo se opredelili da posmatramo uticaj stečajne reorganizacije i finansijskih teškoća na menadžment i vlasništvo kompanija koje su usvojile planove reorganizacije shodno odredbama Zakona o stečaju Republike Srbije. Pored navedenog, u radu će se ispitati doprinos promene ključnih upravljačkih struktura, primenjene stečajne procedure i vremena provedenog u stečaju na uspešnost stečajnih reorganizacija. Opredeljenje predmeta ovog rada motivisano je potrebom identifikovanja faktora koji mogu da promene postojeću praksu korporativnog upravljanja u zemljama u tranziciji, i doprinesu većoj rehabilitaciji kompanija koje su usvojile planove reorganizacije u stečaju.

Cilj rada i hipoteze

Imajući u vidu opseg ove disertacije, cilj disertacije je dvojake prirode: naučni i društveni. Naučni se ogleda pre svega u deskripciji sledećeg: 1) osnovnih koncepta kompanije, mehanizama zaštite interesa akcionara i instrumenata korporativnog upravljanja; 2) ključnih aspekata finansijskih teškoća i stečajne reorganizacije; 3) konflikata interesa, informacione asimetrije i mehanizama za njihovo razrešavanje; 4) zakonskih rešenja u delu stečaja u svetu i Republici Srbiji, i uticaju ovih rešenja na vrednost stečajnog dužnika i mehanizme korporativnog upravljanja. U kontekstu društvenog cilja disertacije, imajući u vidu da uspešna reorganizacija doprinosi kreiranju vrednosti na mikro i makro nivou, podizanje svesti i podsticanje odgovornog ponašanja svih učesnika stečaja je ključni aspekt koji treba da poveća efikasnost postojeće prakse reorganizacije i doprinese većoj rehabilitaciji srpske privrede. Kreiranje ambijenta u kome kompanije koje su usvojile planove reorganizacije treba da dobiju drugu šansu za novi početak je nešto što je opšti interes svake države i pojedinca. U ovom kontekstu, u disertaciji će se posebno opisati uloga koju država i banke imaju u rešavanju problema nenaplativih kredita, kao i uticaj njihovog ponašanja na makroekonomsku stabilnost.

Pri izradi ove disertacije postavljene su sledeće generalne hipoteze:

- Stečajna reorganizacija u zemljama u tranziciji predstavlja eksterni mehanizam korporativnog upravljanja u kompanijama u finansijskim teškoćama, i ima potencijal da menja postojeću praksu korporativnog upravljanja.
- Uticaj stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja u kompanijama u finansijskim teškoćama određen je ekonomskim i pravnim okruženjem zemlje, praksom korporativnog upravljanja, specifičnostima kompanije, primenjenom stečajnom procedurom i vremenom koji kompanija provede u stečaju.
- Promena mehanizama korporativnog upravljanja u kompanijama u finansijskim teškoćama, primenjena stečajna procedura i vreme provedeno u stečaju utiču na uspešnost stečajnih reorganizacija u zemljama u tranziciji.
- Stečajna reorganizacija ima potencijal kreiranja vrednosti na makro i mikro nivou u zemljama u tranziciji.

Pojedinačne hipoteze u doktorskoj disertaciji su:

- U srpskim kompanijama koje su usvojile planove reorganizacije prisutne su značajne promene predstečajne vlasničke strukture. Ove promene određene su sledećim faktorima: veličinom kompanije; tipom i koncentracijom vlasništva; složenošću vlasničke strukture; postojanjem konačnog (ultimativnog) vlasnika; performansama i finansijskim leveridžom kompanije; primenjenom stečajnom procedurom; vremenom koji kompanija provede u stečaju; i da li su vlasnici bili uključeni u upravljanje kompanijom pre njenog apliciranja za stečaj.
- U srpskim kompanijama koje su usvojile planove reorganizacije prisutne su značajne promene u strukturi predstečajnog top menadžmenta. Ove promene određene su sledećim faktorima: veličinom kompanije; karakteristikama i koncentracijom vlasništva; stabilnošću vlasničkih struktura; performansama i finansijskim leveridžom kompanije; primenjenom stečajnom procedurom; vremenom koji kompanija provede u stečaju; postojanjem odbora poverilaca ili drugog poverilačkog organa koje vrši nadzor nad sprovođenjem usvojenog plana reorganizacije i UPPR-a, i strukturom ovog tela.

- Promena internih mehanizama korporativnog upravljanja i uvođenje poverilačkih organa koji vrše nadzor nad sprovođenjem planova reorganizacije i unapred pripremljenih planova reorganizacije povećava uspešnost stečajne reorganizacije u Republici Srbiji.
- Izbor stečajne procedure i vreme provedeno u stečaju utiče na uspešnost usvojenih planova reorganizacije i unapred pripremljenih planova reorganizacije u Republici Srbiji.

Primenjene metode

Područje istraživanja orijentisano je na Republiku Srbiju, ali će se napraviti poređenje sa rezultatima studija koje su rađene na istu temu za razvijene zemlje sveta. Ovakav pristup pretpostavlja da će se ispitivanje uticaja stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja ostvariti primenom metodologije koja je korišćena u razvijenim zemljama sveta (primarno Sjedinjenim Američkim Državama i Nemačkoj), ali uz određena prilagođavanja koja treba da uvaže specifičnosti pravnog i ekonomskog ambijenta Republike Srbije, kao i specifičnosti prakse korporativnog upravljanja. Razlog za ovakav pristup se ogleda u činjenici da prema najboljem saznanju autora istraživanja uticaja stečajne reorganizacije i finansijskih teškoća na mehanizme korporativnog upravljanja za područje Jogoistočne Evrope ne postoje.

Imajući u vidu predmet i cilj rada, analiza uticaja stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja, uključujući i analizu faktora koji opredeljuju uspešnost usvojenih planova reorganiizacije, će biti ostvarena na dva nivoa:

- Globalnom, koji uključuje opšte koncepte korporativnog upravljanja, stečajne reorganizacije i finansijskih teškoća, i njihov uticaj na menadžment, vlasništvo i uspešnost stečajne reorganizacije.
- Državnom, koji uključuje koncepte korporativnog upravljanja, stečajne reorganizacije i finansijskih teškoća u Republici Srbiji, i njihov uticaj na menadžment, vlasništvo i uspešnost stečajnih reorganizacija na primeru srpskih kompanija koje su usvojile planove reorganizacije uz primenu odredbi Zakona o stečaju.

U istraživanju će se koristiti standardne ekonometrijske tehnike i modeli istraživanja koji su korišćeni i u drugim ekonomskim i pravnim istraživanjima iz ove oblasti, uz napomenu da kvalitet istraživanja ne opredeljuju korišćene tehnike nego kvalitet podataka i razumevanje

same problematike. U ovom kontekstu analiza sadržaja ostvariće se na nivou primarnih i sekundarnih izvora (već sprovedena istraživanja, finansijski izveštaji kompanija, tekstovi planova reorganizacije, procesna rešenja Privrednih sudova i sl.). Zbog prirode pojave koja se posmatra, sekundarni izvori će dominirati u naučnom istraživanju.

Očekivani naučni doprinos i jaz u postojećim istraživanjima

Dosadašnja istraživanja na temu stečaja u Republici Srbiji bila su više usmerena na pravni kontekst stečaja, ili je pristup ekonomskom aspektu bio uopšten. Ovo je prvi put da se razmatra uticaj finansijskih teškoća i stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja u kompanijama koje su aplicirale za stečajnu reorganizaciju, i ispituje uticaj promene ključnih upravljačkih struktura, primenjene stečajne procedure i vremena provedenog u stečaju na uspešnost usvojenih planova reorganizacije u Republici Srbiji. Istraživanje će se sprovesti na primeru velikih i srednjih privrednih društava nad kojima je pokrenut stečaj posle 01.01.2008. godine, i isti obustavljen usvajanjem plana reorganizacije ili UPPR-a u periodu 01.01.2009. – 30.06.2015. godine. Primenom postojećih teorijskih okvira, kao i kvalitativnom i kvantitativnom analizom kompanija koje su usvojile planove reorganizacije, identifikovaće se specifičnosti mehanizama korporativnog upravljanja u kompanijama u finansijskim teškoćama koje posluju u zemljama u tranziciji. Ove specifičnosti posledica su primenjenih zakonskih rešenja, prakse korporativnog upravljanja, ekonomskog i privrednog okruženja. Na ovaj način ostvarila bi se dodata vrednost postojećim rezultatima naučnih istraživanja u ovoj oblasti, a koja su najvećim delom sprovedena na primeru kompanija iz Sjedinjenih Američkih Država. Pored navedenog, rezultati ovog istraživanja mogu značajno da opredele (promene) postojeću praksu i teorijska znanja o stečajnoj reorganizaciji u Republici Srbiji, kao i drugim zemljama iz regiona koje se suočavaju sa sličnim problemima. Rezultati istraživanja takođe mogu biti input kreatorima makroekonomske politike u kreiranju ambijenta koji bi privukao strateške investitore spremne da ulože kapital u srpske kompanije u finansijskim teškoćama. Preduslov za ulazak ovih investitora na srpsko tržište je povećanje efikasnosti stečajne regulative, ali i ostalih sudskih i vansudskih postupaka naplate.

Struktura rada

Kako bi se ispunio cilj istraživanja i testirale postavljene hipoteze, izlaganje u disertaciji je organizovano na način da hronološki prati razvoj koncepta koji se istražuje. U prvom poglavlju disertacije izložiće se sledeće: osnovni koncepti kompanije, njeni ciljevi, sistem merila performansi, osnove koncepta menadžmenta baziranog na vrednosti, ključne oblasti zaštite interesa akcionara i praksa korporativnog upravljanja u svetu i Republici Srbiji. Na kraju prvog poglavlja ukazaće se na oblike prestanka kompanije, i pravnu i ekonomsku suština stečaja. U drugom poglavlju disertacije izložiće se sledeće: pristupi u definisanju finansijskih teškoća; faze i izvori finansijskih teškoća, ključni aspekti procesa stečajne reorganizacije, mere koje su u funkciji rehabilitacije poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama, kao i faktori koji opredeljuju uspešnost usvojenih planova reorganizacije. U trećem poglavlju disertacije ukazaće se na sledeće: izvore informacione asimetrije i konflikata interesa koji nastaju između različitih stejkholdera kompanije, mehanizme za efikasno upravljanje konfliktima interesa i informacionom asimetrijom, i uticaj koji stečajna reorganizacija i finansijske teškoće imaju na menadžment i vlasništvo kompanija. U četvrtom poglavlju disertacije izložiće se: ključni aspekti stečajne regulative kao eksternog mehanizma korporativnog upravljanja, zakonska rešenja koja primenjuju zemlje sa razvijenom praksom stečajne reorganizacije i rešenja koje primenjuje Republika Srbija; problemi u primeni postojeće zakonske regulative u Republici Srbiji, i preporuke za unapređenje postojeće stečajne prakse. U ovom poglavlju ukazaće se na bitne aspekte troškova stečaja i vremena provedenog u stečaju, i objasniti njihov uticaj na vrednost kompanija u finansijskim teškoćama. U petom poglavlju disertacije opisaće se sledeće: uloga države i banaka u reprogramu dugova kompanija u finansijskim teškoćama, značaj strateških investitora i kompanija za preuzimanje i upravljanje imovinom u rešavanju problema nenaplativih kredita, i ključni problemi koji usporavaju rešavanje problema NPL kredita u tranzicionim zemljama. U šestom poglavlju disertacije sprovešće se istraživanje uticaja finansijskih teškoća i stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja. Pored ovog istraživanja, u disertaciji će se ispitati i uticaj promene predstečajne strukture menadžmenta i vlasništva, primenjene stečajne procedure i vremena provedenog u stečaju na uspešnost usvojenih planova reorganizacije. U ovom delu će se opisati sledeće: korišćene varijable, uzorak, metodologija istraživanja, opšte i pojedinačne hipoteze, pothipoteze i modeli

koji su razvijeni sa ciljem testiranja uticaja finansijskih teškoća i stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja i uspešnost usvojenih planova reorganizacije, rezultati primenjenih ekonometrijskih modela i ograničenja sprovedenog istraživanja. Na kraju, u delu zaključnih razmatranja, sumiraće se rezultati istraživanja, izložiti njihove implikacije na postojeću praksu u Republici Srbiji i dati preporuke za unapređenje ove prakse.

1. OSNOVNI KONCEPTI KOMPANIJE, ZAŠTITE INTERESA AKCIONARA I KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA

Imajući u vidu da su kompanije u finansijskim teškoćama osnovna jedinica posmatranja ove disertacije, kao i da izbor optimalne strategije restrukturiranja pretpostavlja posedovanje teorijskih osnova u vezi sa poslovanjem i upravljanjem kompanijama, u tekstu disertacije koji sledi izložiće se: teorijsko i zakonodavno određenje kompanije, njeni ciljevi, merila performansi i menadžment baziran na vrednosti, ključne oblasti zaštite interesa akcionara, opšti koncepti korporativnog upravljanja sa posebnim osvrtom na Republiku Srbiju, oblici prestanka kompanije, i pravna i ekonomska suština stečaja.

1.1. Teorijsko i zakonodavno određenje kompanije

Jedna od najčešće korišćenih definicija kompanije je definicija autora Jensen & Meckling (1976: 311). Ovi autori na kompaniju posmatraju kao na oblik pravne fikcije koja služi kao lanac za ugovaranje odnosa („lanac ugovora"). Ovaj oblik pravne fikcije karakterišu rezidualna i deljiva prava na sredstva i novčane tokove kompanije koji se bez saglasnosti druge ugovorne strane mogu prodati. Iako je postojalo dosta kritika napred pomenutog viđenja kompanije, ova definicija ukazuje na njena dva bitna aspekta:

1. Ona je osamostaljeni entitet nezavisan od svojih vlasnika i
2. Za svoje obaveze kompanija odgovara sopstvenom imovinom, a ne imovinom vlasnika.

Zbog činjenice da kompanija ima svoj pravni subjektivitet koji je nezavisan od vlasnika, otuđenje vlasničkog udela nekog od vlasnika će uticati na strukturu vlasništva, ali ne i na dalji opstanak kompanije.

115

Zakon o privrednim društvima Republike Srbije[4] navodi da je privredno društvo pravno lice koje obavlja delatnost u cilju sticanja dobiti i može biti osnovano na određeno ili neodređeno vreme, član 2. i član 10. U pogledu organizacije, privredno društvo može biti

68

[4] Zakon o privrednim društvima ("Sl. glasnik RS", br. 36/2011, 99/2011, 83/2014 - dr. zakon i 5/2015.)

organizovano u sledećim pravnim formama: ortačko društvo, komanditno društvo, društvo sa ograničenom odgovornošću ili akcionarsko društvo, Zakon o privrednim društvima, član 8. U članu 14. ovog zakona se navodi da ortaci i komplementari odgovaraju solidarno i neograničeno za obaveze društva prema savesnim trećim licima, dok je članovima 139. i 245. navedeno da članovi društva sa ograničenom odgovornošću, odnosno akcionari u slučaju akcionarskih društava, ne odgovaraju za obaveze društva, odnosno ta odgovornost je ograničena do visine uloga. Navedene zakonske odredbe ukazuju da su društva sa ograničenom odgovornošću i akcionarska društva osamostaljeni entiteti koji za svoje obaveze odgovaraju trećim licima sopstvenom imovinom, a ne imovinom vlasnika. Po pravilu, u velikim i srednjim privrednim društvima funkcija vlasništva je odvojena od funkcije upravljanja jer složeni i veliki sistemi zahtevaju upravljanje od strane profesionalnog menadžmenta. U slučaju malih privrednih društava funkcija vlasništva najčešće nije odvojena od funkcije upravljanja, i ove kompanije karakteriše postojanje personalnih odnosa između vlasnika i menadžmenta.

Polazeći od teorijskog određenja kompanije, postojeće zakonske regulative u Republici Srbiji i cilja ove disertacije, u daljem tekstu će se pod terminom "kompanije" podrazumevati velika i srednja akcionarska društva i društva sa ograničenom odgovornošću koja su osnovana na neodređeno vreme.

1.2. Ciljevi i razvijeni modeli kompanije

Kvalitetno upravljanje kompanijom zahteva poznavanje cilja zbog kog je ista osnovana, dok formulacija samog cilja zavisi od primenjenog modela. Postoje dva modela kompanije: akcionarski i stejkholder. Prema akcionarskom modelu cilj kompanije je kreiranje vrednosti za akcionare, dok se interesi ostalih interesnih grupa stavljaju u drugi plan. Prema stejkholder modelu cilj kompanije je zadovoljenje interesa svih interesnih grupa, a ne samo interesa akcionara. Na ovaj način su u stejkholder modelu interesi akcionara stavljeni u ravnopravan odnos sa interesima ostalih stejkholdera. Ovi modeli su doveli do razvoja dva vida kompanije, anglosaksonski i evropski (kontinentalni).

Anglosaksonski model se razvio u Sjedinjenim Američkim Državama, a kasnije se proširio i na Japan. Kod anglosaksonskog modela prisutan je visok stepen disperzije vlasništva

i značajno oslanjanje kompanije na tržište kapitala (pre svega individualne i institucionalne investitore). Osnovni cilj kompanije u anglosaksonskom modelu je kreiranje odnosno maksimizacija vrednosti za akcionare. Akcionari poseduju kontrolna prava i od njihove satisfakcije zavisi i dugoročni opstanak kompanije. Anglosaksonski model ne ignoriše interese ostalih stejkholdera, ali kao što je napred navedeno on ih stavlja u drugi plan, odnosno isti su podređeni interesima akcionara. Zbog nepostojanja perfektne kontrole menadžera od strane vlasnika, odluke i aktivnosti menadžera ne moraju biti uvek u funkciji kreiranja vrednosti za akcionare. Sledeća četiri faktora mogu da obezbede približavanje ovih interesa:

- Uključivanje menadžera u vlasništvo;
- Vezivanje sistema nagrađivanja menadžera za ostvareni prinos akcionara;
- Tržište korporativne kontrole (misli se pre svega na pretnje od potencijalnog preuzimanja);
- Konkurentsko tržište radne snage top menadžera, Rappaport (1998: 3).

Veći udeo menadžera u vlasništvu treba da obezbedi približavanje interesa vlasnika i menadžera. U slučaju visoke koncentracije menadžera u vlasništvu može doći do njihove averzije prema riziku jer za razliku od vlasnika menadžeri ne mogu da diversifikuju svoje ulaganje. Vezivanje sistema nagrađivanja menadžera za tržišnu stopu prinosa ima svojih ograničenja u smislu da na kretanje tržišne stope prinosa utiču i neki faktori koji nisu pod direktnom kontrolom menadžera. Pored navedenog, kretanje cene akcije, pa samim tim i visina kapitalnog dobitka, može biti pod uticajem tržišnog optimizma ili pesimizma, Rapparot (1998: 4). Ponude za preuzimanje akcija su takođe mehanizam za disciplinovanje rada menadžera. Svako iskorišćavanje akcionara od strane menadžera dovodi do pada cene akcija i čini kompaniju atraktivnom za preuzimanje. U kontekstu tržišta radne snage top menadžera, ono treba da obezbedi približavanje interesa akcionara i menadžera, ali ovaj mehanizam nije u direktnoj vezi sa prinosom akcionara. U tranzicionim zemljama disciplinujući efekat tržišta top menadžera gotovo da ne postoji jer se ovo tržište nije razvilo u obimu koje ono postoji u zemljama sa razvijenom zaštitom interesa manjinskih akcionara.

Kod kontinentalnog modela kompanije, koji se vezuje za kontinentalnu Evropu, kompanije se u obezbeđivanju kapitala pretežno oslanjaju na banke. U ovom modelu vlasništvo

je koncentrisano, odnosno prisutan je mali broj akcionara i često se banke javljaju u njihovoj ulozi. Cilj kompanije u kontinentalnom modelu je zadovoljenje interesa svih interesnih grupa čime se interesi akcionara smeštaju u istu ravan sa ostalim stejkholderima. Na ovaj način obezbeđuje se konkurentnost kompanije na dug rok. Ovo naravno ne znači da je u kontinentalnom modelu menadžment oslobođen pritiska ostvarivanja zadovoljavajuće stope prinosa za akcionare, nego se ovaj cilj stavlja u funkciju osnovnog cilja kompanije koji pretpostavlja zadovoljenje ciljeva svih interesnih grupa. U Tabeli 1 navedeni su osnovni ciljevi zainteresovanih strana unutar kompanije (interni stejkholderi) i izvan kompanije (eksterni stejkholderi).

Tabela 1. *Osnovni interesi stejkholdera*

Interni stejkholderi		**Eksterni stejkholderi**	
Vlasnici	Prinos na investicije (dividende, kapitalni dobitak)	Kupci	Sigurnost isporuka, visok kvalitet i niske cene
Menadžeri	Plata, beneficije, sigurnost zaposlenja	Dobavljači	Sigurnost plaćanja, dobri uslovi isporuka i kontinuitet poslovanja
Ostali zaposleni	Sigurnost zaposlenja, dobri uslovi rada, penzioni planovi	Banke	Redovno izmirivanje obaveza i dobar kreditni rejting
		Država	Redovno plaćanje poreza i drugih dažbina
		Sindikat	Uslovi rada i cena rada
		Lokalna zajednica	Očuvanje životne sredine, otvaranje novih radnih mesta, podrška lokalne zajednice

Izvor: Prikaz autora

U cilju ocene uspešnosti rada menadžera i stepena ostvarenja postavljenih ciljeva, svaka kompanija treba da razvije sistem merila performansi. U delu disertacije koji sledi daće se kraći teorijski osvrt na najčešće korišćena merila performansi, a čija upotreba treba da obezbedi kreiranje vrednosti na nivou kompanije, i približavanje interesa vlasnika i menadžera.

1.3. Klasifikacija i značaj kompanijskih merila performansi

Sistem merila performansi se može definisati kao formalizovane, na informacijama zasnovane procedure koje služe za:

- Procenu uspešnosti menadžera u ostvarenju postavljenog cilja i njihovo nagrađivanje;
- Definisanje planova kompenzacija i njihovu usaglašenost sa ciljevima kompanije;
- Unapređenje rezultata kompanije na dugi rok.

Postoje različite klasifikacije merila performansi i jedna od najčešće korišćenih uključuje sledeće grupe merila:

- Računovodstvena merila uzimaju u odnos ostvareni računovodstveni dobitak, koji može biti na različite načine definisan, i žrtvu koju je kompanija učinila da bi taj dobitak ostvarila. Osnovne prednosti računovodstvenih merila su jednostavnost izračunavanja i razumljivost. Nedostaci računovodstvenih merila se ogledaju u tome da ona ne uvažavaju cenu kapitala, ignorišu vremensku vrednost novca, ne uzimaju u obzir investicije u stalnu i neto obrtnu imovinu, podložna su računovodstvenim manipulacijama i istorijskog su karaktera;
- Tržišna merila se oslanjaju na tržišne cene akcija kompanije. Iako tržišne cene sintetišu sve informacije o ostvarenim i budućim performansama, zbog činjenice da kretanje tržišnih cena akcija nije pod direktnom kontrolom menadžera, ova merila bi trebalo koristiti paralelno sa drugim merilima;
- Vrednosna merila su usklađena sa anglosaksonskim modelom korporacije. Prednosti ovih merila se ogledaju u činjenici da ona omogućavaju identifikovanje i definisanje ključnih varijabli vrednosti, a koje su sa druge strane osnov za definisanje sistema nagrađivanja menadžera. Nedostaci se ogledaju u složenosti izračunavanja, što ih čini skupim za primenu, i pod uticajem su subjektivnih procena. Praksa korporativnog upravljanja uspešnih kompanija ide u prilog upotrebe ovih merila performansi;
- Hibridna merila kombinuju računovodstvena i tržišna merila, i u nastojanju da otklone nedostatke jedne i druge grupe merila ona ih multiplikuju.

U Tabeli 2 dat je pregled najčešće korišćenih merila performansi i neka od njih će se upotrebiti prilikom testiranja uticaja finansijskih teškoća na korporativno upravljanje u srpskim kompanijama koje su usvojile planove reorganizacije. U Republici Srbiji tržište hartija od vrednosti duži vremenski period nije aktivno, pa samim tim i cene akcija kompanija u finansijskim teškoćama koje se kotiraju na berzi ne odražavaju njihovu stvarnu vrednost. Izračunavanje tržišnih merila je onemogućeno i činjenicom da veliki broj kompanija iz našeg uzorka je organizovan u formi društva sa ograničenom odgovornošću. Isto tako, izračunavanje tržišnih, vrednosnih i hibridnih merila performansi bi zahtevao značajan nivo subjektivnosti čime bi se umanjio kvalitet dobijenih rezultata. Imajuću u vidu napred navedeno, uticaj finansijskih teškoća i stečajne reorganizacije na korporativno upravljanje i uspešnost usvojenih planova reorganizacije će se ostvariti upotrebom računovodstvenih pokazatelja izračunatih na bazi informacija iz finansijskih izveštaja i napomena uz finansijske izveštaje kompanija koje su usvojile planove reorganizacije u stečaju.

Tabela 2. *Pregled najčešće korišćenih merila performansi*

Tip	Naziv	Oznaka korišćena u radu	Definicija	Formula
Računovodstvena merila	Neto dobitak	ND	Odnos ukupnih prihoda i rashoda koji su generisani u poslovnoj, finansijskoj i neposlovnoj aktivnosti.	ND = Ukupni prihodi – Ukupni rashodi
	Dobitak pre kamata i poreza	EBIT	Razlika ukupnih prihoda i rashoda uvećenih za troškove kamata i poreza, i umanjenih za troškove amortizacije	EBIT= Neto dobit + Trošak poreza + Trošak kamata – Amortizacija
	Dobitak pre kamata, poreza i amortizacije	EBITDA	Dobitak pre kamata i poreza uvećan za troškove amortizacije	EBITDA= EBIT + Amortizacija
	Stopa prinosa na ukupna sredstva	ROA	Odnos dobiti posle poreza i angažovanih sredstava	ROA = Neto dobitak / Prosečna vrednost aktive
	Stopa prinosa na sopstveni kapital	ROE	Odnos neto dobitka i kapitala	ROE = Neto dobitak / Knjigovodstvena vrednost sopstvenog kapitala

Tabela 2. (nastavak)

Tip	Naziv	Oznaka korišćena u radu	Definicija	Formula
Tržišna merila	Dodata tržišna vrednost	MVA	Razlika tržišne vrednosti kompanije i vrednosti investiranog kapitala	MVA = Tržšna vrednost kompanije – Investirani kapital. Tržišna vrednost kompanije = Tržišna vrednost običnih akcija + Tržišna vrednosti obveznica Vrednost investiranog kapitala=Sopstveni kapital + Dugovi
Vrednosna merila	Dodata ekonomska vrednost	EVA	Razlika između neto poslovnog dobitka prilagođenog za poreze (NOPLAT) i troškove ukupnog kapitala (sopstvenog i pozajmljenog)	EVA_t = (Stopa prinosa na investirani $kapital_t$ – Prosečna ponderisana cena kapitala preduzeća) x Investirani $kapital_{t-1}$
	Dodatna vrednost za akcionare	SVA	Vrednost kompanije umanjena za vrednost duga	SVA = Sadašnja vrednost očekivanog novčanog toka u periodu projekcije + Rezidualna vrednost kompanije nakon perioda projekcije + Sadašnja (nominalna) vrednost gotovine i gotovinskih ekvivalenata – Tržišna vrednost duga
Hibridna merila	Odnos tržišne cene akcije i zarade po akciji	P/E	Odnos tržišne cene akcije i zarade po akciji	P/E = Cena akcije /Zarada po akciji
	Odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti sopstvenog kapitala	M/B	Odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti sopstvenog kapitala	M/B = Tržišna cena akcije / Knjigovodstvena vrednost akcije

Izvor: Prikaz autora

Globalizacija tržišta kapitala i talas privatizacija doveli su do sve većeg prihvatanja anglosaksonskog koncepta kompanije. Ovo je za posledicu imalo da se u prvi plan stavljaja kreiranje vrednosti za akcionare i jača upotreba vrednosnih merila performansi. Imajući u vidu da Republika Srbija nastoji da se približi konceptualnim okvirima koje primenjuju razvijene zemlje sveta, kao i da ulazak stranih investitora povlači za sobom usvajanje novih koncepata poslovanja, u tekstu koji sledi izložiće se osnovne karakteristike menadžmenta baziranog na vrednosti čija se primena sve više zagovara u stručnoj i poslovnoj javnosti.

1.4. Ključne karakteristike menadžmenta baziranog na vrednosti

Koncept menadžmenta baziranog na vrednosti (u daljem tekstu „VBM", skraćenica od eng. *value based management*) je nastao u SAD-u. Usled izmenjenih uslova poslovanja ovaj koncept se 90-ih godina XX veka preneo na područje Velike Britanije, Japana a kasnije i kontinentalne Evrope.

U svom fokusu VBM ima stvaranje vrednosti za akcionare i njeno realizovanje. Vrednost se stvara na komercijalnom, a realizuje na tržištu kapitala. U cilju pribavljanja inputa, kompanija se pojavljuje na tržištu kapitala kao tražilac sredstava. Po pribavljanju sredstava vrši se nabavka inputa, a koji se zatim konvertuju u autpute i nude na komercijalnom tržištu. Konkurentska prednost koju kompanija ostvari na komercijalnom tržištu utiče na njenu poziciju na finansijskom tržištu pa samim tim na cenu izvora finansiranja i vrednost akcija. Kako je krajnji cilj menadžmenta realizacija vrednosti koja je stvorena na komercijalnom tržištu, postavlja se pitanje kada je ova vrednost realizovana. Odgovor na ovo pitanje nije jednoznačan i postoji više shvatanja. Dalborg (1999: 4) naglašava da je vrednost realizovana ukoliko postoji povraćaj na investicije, rast dividendi i rast cene akcija uz uvažavanje troškova sopstvenog kapitala. Dalborg identifikuje tri osnovna pokretača vrednosti: profitabilnost, rast i slobodne novčane tokove. On navodi da je vrednost kompanije određena trenutnom profitabilnošću, očekivanjima investitora u pogledu rasta profita u budućnosti i rizikom ulaganja. Fokus uprave treba da bude na dugoročnom prinosu na akcije (zbir rasta cena akcija i isplaćenih dividendi), a ne na dobiti po akciji. Maksimizacija dobiti po akciji ima kratkoročni fokus i ovo merilo ne uzima u obzir cenu kapitala niti rizik (poslovni i finansijski). Sa druge strane, prinos na akcije ima dugoročni fokus koji zahteva stalno sagledavanje novčanih tokova i donošenje poslovnih odluka koje vode ostvarivanju stope prinosa na uložena sredstva koja prevazilazi cenu uloženog kapitala. Martin & Petty (2000: 54) navode da je vrednost realizovana kada je uprava aktivno uključena u proces identifikovanja dobrih investicionih mogućnosti, i kada preuzima aktivnosti u cilju ostvarivanje potencijalne vrednosti. Copeland i dr. (2000: 32) smatraju da je vrednost realizovana ukoliko je povraćaj na investicije veći od oportunitetnih troškova kapitala. Menadžment kompanije ne treba da sagledava samo finansijske pokazatelje, već treba da usmeri i celokupan finansijski aspekt ka poslovnom. Rappaport (1998: 33) smatra da vrednost

za akcionare predstavlja ukupnu tržišnu vrednost kompanije umanjenu za tržišnu vrednost dugova. Ovako kreiranu vrednost Rappaport označava kao dodata vrednost za akcionare (u daljem tekstu „SVA" od eng. *shareholder value added*). Prema ovom autoru ukupna vrednost kompanije se sastoji iz sledećih komponenti:

- Sadašnje vrednosti budućih slobodnih novčanih tokova iz poslovanja u periodu projekcije;
- Sadašnje vrednosti slobodnih novčanih tokova nakon perioda projekcije (tzv. rezidualna vrednost);
- Sadašnje vrednosti gotovine, utrživih hartija od vrednosti i drugih investicija koje se lako mogu konvertovati u gotovinu (gotovina i gotovinski ekvivalenti).

70

Sadašnja vrednost novčanih tokova iz poslovanja predstavlja razliku između priliva i odliva tokova gotovine iz poslovnih aktivnosti, i ovi novčani tokovi su ono što preostaje kreditorima i vlasnicima. Nakon što se za svaki period izračuna poslovni novčani tok, vrši se njegovo diskontovanje odnosno svođenje na sadašnju vrednost. Kao diskontna stopa koristi se prosečna ponderisana cena kapitala kompanije (WACC). Na ovaj način diskontna stopa uključuje stopu prinosa koja je zahtevana od strane kreditora i vlasnika. Rezidualna vrednost predstavlja sadašnju vrednost novčanog toka nakon perioda projekcije, koji je diskontovan sa WACC, i ova vrednost čini najveći deo SVA. Procena ove vrednosti zavisi od dva bitna aspekta: pretpostavki koje su korišćene u periodu projekcije i proceni konkurentske pozicije biznisa nakon perioda projekcije. Prilikom procene sadašnje vrednosti gotovine i gotovinskih ekvivalenata, kao aproksimacija za sadašnju vrednost se može koristiti nominalna vrednost. Ovo izjednačavanje je moguće zbog minimalnog rizika koje navedene stavke nose, a čime se nominalna vrednost približava diskontnoj vrednosti, dok za prve dve stavke koje ulaze u obračun ukupne vrednosti to nije slučaj. U cilju boljeg pojašnjenja SVA, Rappaport kreira „mrežu vrednosti za akcionare" koja dovodi u vezu pokretače vrednosti sa ciljevima kompanije. Na ovaj način je omogućeno sagledavanje veze između samih pokretača vrednosti, i pokretača vrednosti i opšteg cilja kompanije. Ova veza je ilustrovana na Slici 1.

Slika 1. *Mreža vrednosti za akcionare*



Izvor: Rappaport (1998: 56)

Na Slici 1 se može videti da menadžeri donose i kontrolišu odluke koje su u funkciji kreiranja vrednosti za akcionare. Radi se o tri tipa odluka:

- Poslovnim;
- Investicionim;
- Finansijskim.

Poslovne odluke vezane su za definisanje sledećeg: proizvodnog programa, cenovnog miksa, marketinga, promocije i distribucije proizvoda i pružanje usluga potrošačima. Ovim odlukama menadžment utiče na obim poslovne aktivnosti, prihode, rashode, neto rezultat i neto novčani tok. Ove aktivnosti se obično prate stopom rasta prodaje i maržom dobiti. Investicione odluke se vezuju za investicije u stalna i obrtna sredstva, a što u krajnjoj meri utiče na neto novčani tok kompanije. Finansijskim odlukama opredeljuje se struktura izvora finansiranja.

Na osnovu svega što je napred navedeno, može se zaključiti da menadžment treba da identifikuje determinante kreiranja vrednosti u svakoj od aktivnosti kompanije i na osnovu toga da donese odluke koje će omogućiti maksimizaciju vrednosti za vlasnike kompanije. Realizacija ovog cilja pretpostavlja pokriće svih troškova poslovanja, kao i ostvarivanje dodate vrednosti koja će uvećati bogatstvo vlasnika i omogućiti opstanak i razvoj kompanije na dugi rok. Podrška ostvarivanja ovog cilja su dobro postavljeni mehanizmi korporativne kontrole i upravljanja, a koji u kombinaciji sa adekvatno izabranim merilima performansi treba da

obezbede približavanje interesa menadžera i vlasnika kompanije, i donošenje odluka koje su u funkciji kreiranja i uvećanja vrednosti za vlasnike.

1.5. Opšti koncepti zaštite interesa akcionara i korporativnog upravljanja

Približavanje interesa akcionara i menadžera se ostvaruje kroz mehanizme zaštite interesa akcionara i u ovom kontekstu razlikujemo eksterne i interne mehanizme zaštite. Eksterni mehanizmi su određeni pravnim i ekonomskim okruženjem, dok su interni mehanizmi odraz dobro uspostavljene korporativne kontrole i korporativnog upravljanja unutar kompanije. Imajući u vidu da testiranje uticaja stečajne reorganizacije na vlasništvo i menadžment zahteva poznavanje prakse korporativnog upravljanja, u delu disertacije koji sledi izložiće se osnovne oblasti i mehanizmi zaštite interesa akcionara, i najvažnije karakteristike pravne zaštite akcionara i praksa korporativnog upravljanja u Republici Srbiji.

1.5.1. Ključne oblasti zaštite interesa akcionara

Potreba zaštite interesa akcionara se javlja usled različitih interesa vlasnika (principala) i menadžera (agenata) na koje je preneto pravo odlučivanja. Između zemalja postoji bitne razlike u nastojanju da se interesi vlasnika zaštite. U Sjedinjenim Američkim Državama i Velikoj Britaniji na prvom mestu su interesi akcionara te je i zakonska regulativa sračunata na brigu i zaštitu njihovih interesa. Visoka zaštita interesa akcionara pogodovala je razvoju tržišta kapitala[5] i disperziji vlasništva. U kontinentalnoj Evropi akcenat je na zaštiti investitora i drugih nosilaca materijalnog interesa. Ovo za posledicu ima visoku koncentraciju vlasništva, slabo razvijeno tržište kapitala i značajno oslanjanje kompanija na finansijske institucije (banke) u obezbeđivanju finansijskih sredstava. U Nemačkoj banke ne samo da su glavni kreditori realnog sektora već imaju i značajno vlasničko učešće, i učešće u organima upravljanja u kompanijama kojima obezbeđuju finansijska sredstva. Na ovaj način banke vrše kontrolu poslovanja kompanija, Franks i Mayer (2001: 12).

[5] La Porta i dr. (1997: 19) su na uzorku od 49 zemalja utvrdili da primenjena zakonska rešenja u delu zaštite prava manjinskih akcionara utiču na veličinu i dubinu tržišta kapitala. Zemlje sa visokom zaštitom interesa manjinskih akcionara i ostalih investitora kompanije su imale veće i dublje tržište kapitala u odnosu na zemlje gde je ta zaštita bila na niskom nivou.

Iako se zemlje razlikuju u pogledu stepena zaštite koji nude vlasnicima kompanija, u većini njih su ista osnovna prava koja su zagarantovana vlasnicima. Ova prava obuhvataju sledeće:

- Sigurnu metodu registracije vlasništva;
- Pravo na slobodan prenos vlasničkih udela;
- Pravovremeno i redovno dobijanje informacija o poslovanju kompanije;
- Učešće i glasanje na skupštini društva;
- Izbor i smenu članova upravnog/nadzornog odbora;
- Učešće u dobiti kompanije.

Pored gore navedenih prava, akcionari imaju pravo da učestvuju i budu informisani o odlukama koje dovode do značajnih promena u kompaniji kao što su:

- Izmena statuta i osnivačkog akta;
- Odobrenje dodatne emisije akcija;
- Prenos sredstava koji za rezultat ima prodaju dela ili cele kompanije.[6]

Zaštita prava akcionara se ostvaruje na dva nivoa: kompanije (mikro) i cele ekonomije (makro). Na mikro nivou se zaštita prava akcionara ostvaruje kroz razvoj menadžmenta i njegovo pojednostavljivanje, a što u krajnjoj meri treba da obezbedi približavanje interesa akcionara i menadžera. Na makro nivou zaštita prava akcionara se ostvaruje na način da vlade zemalja donose zakonodavno-administrativne propise i standarde koji su obavezujući za sve privredne subjekte, nezavisno da li se isti kotiraju na berzi ili ne. Cilj ovih propisa i standarda je usaglašavanje uslova poslovanja privrednih subjekata i prava koja se nude njihovim vlasnicima, i oni su izvor konkurentske prednosti jedne zemlje u odnosu na drugu. Postoji nekoliko ključnih oblasti u delu zaštite interesa akcionara i to:

- Konflikti interesa – U Sjedinjenim Američkim Državama se od menadžera očekuje lojalnost i delovanje u interesu kompanije i akcionara, tzv. koncept fiducijarne odgovornosti. Prava i obaveze menadžera prema akcionarima su definisana pravilima SEC-a (eng. *Security Exchange Commision*), Zakonom o kompanijama

[6] Deo disertacije koji se tiče korporativne kontrole i korporativnog upravljanja prikazan je u skladu sa principima korporativnog upravljanja koje je razvila Organizacija za ekonomsku saradnju (OECD). Detalji se mogu naći na internet stranici ove organizacije: www.oecd.org.

(eng. *The Company Law*) i internim dokumentima same kompanije. U Nemačkoj se na konflikte interesa drugačije gleda jer su u većini slučajeva kompanije kontrolisane od strane porodica, banaka, nekog većinskog akcionara, ili nekoliko velikih akcionara. Konflikti interesa se u ovom slučaju posmatraju na relaciji većinski-manjinski akcionari i regulisani su posebnim aktom (nem. *Aktiengesetz*). Jedan deo nemačkog kompanijskog prava reguliše i konflikte interesa koji se javljaju na relaciji kompanija-kontrolni akcionar i promoviše potrebu zaštite interesa kompanije a ne akcionara (nem. *Nternehmensinteresse)*, Baums & Scott (2003: 4).

- Finansijsko izveštavanje – U Sjedinjenim Američkim Državama je obavezno poštovanje nacionalnih računovodstvenih principa (eng. *GAAP-Generally Accepted Auditing Principles*) i standarda GAAS (eng. *Generally Accepted Auditing Standards*), dok se u kontinentalnoj Evropi finansijsko izveštavanje vrši uz poštovanje Međunarodnih računovodstvenih standarda odnosno Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja (IAS/IFRS).
- Obaveza objavljivanja i transparentnost – U razvijenim zemljama zakonom je definisana obaveza menadžmenta da objavljuje sva neophodna dokumenta, odnosno informacije o poslovanju kompanije u vidu prospekata. Isti su dostupni široj javnosti i moraju sadržati istinite informacije. Netačna prezentacija ili prikrivanje bitnih informacija predviđa sankcije za menadžment.

Napred navedene ključne oblasti zaštite interesa akcionara su predmet harmonizacije, ali na tom putu i dalje stoje značajne razlike u pravnom i ekonomskom ambijentu zemalja.

Prava koja štite akcionare se mogu svrstati u tri kategorije: 1) opšta i posebna prava; 2) funkcionisanje skupštine akcionara, i 3) transparentnost. Prve dve kategorije potpadaju pod zakonsku regulativu koja uređuje poslovanje privrednih društava (u Republici Srbiji to je Zakon o privrednim društvima), dok se poslednja kategorija reguliše zakonima koji uređuju poslovanje tržišta kapitala i finansijsko izveštavanje (u Republici Srbiji to su Zakon o tržištu kapitala[7] i

[7] Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31/2011).

Zakon o računovodstvu i reviziji[8]). U oblasti zaštite interesa akcionara na prostoru Evropske unije najveći značaj ima Direktiva 2007/36 (eng. *Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies*). Cilj ove direktive je da obezbedi akcionarima kompanija koje se kotiraju na berzi ili emituju hartije od vrednosti kojima se trguje na organizovanom tržištu da realizuju minimum svojih vlasničkih prava u celoj Evropskoj uniji. U decembru 2014. godine su predložene izmene ove direktive, ali u delu osnovnih principa zaštite akcionara nisu predložene veće izmene. Direktiva 2007/36 predviđa sledeća prava akcionara:

- Kompanija mora da obezbedi jednak tretman svim akcionarima u pogledu učešća u skupštini akcionara i vršenju glasačkih prava, (član 4.);
- Svi akcionari moraju biti blagovremeno obavešteni o planiranom održavanju skupštine akcionara i to najmanje 21 dan pre datuma kada se održava skupština, (član 5.);
- Akcionari imaju pravo da zahtevaju uključivanje tačaka dnevnog reda sednice skupštine akcionara, (član 6.);
- Svi akcionari imaju pravo da učestvuju i glasaju u skupštini akcionara, (član 7.);
- Akcionarima mora biti omogućeno učestvovanje i glasanje u skupštini akcionara elektronskim putem, (član 8);
- Akcionari imaju pravo na postavljanje pitanja u skupštini akcionara, (član 9);
- Svaki akcionar ima pravo da prenese pravo učestvovanja i glasanja u skupštini akcionara na drugo lice, (član 10).

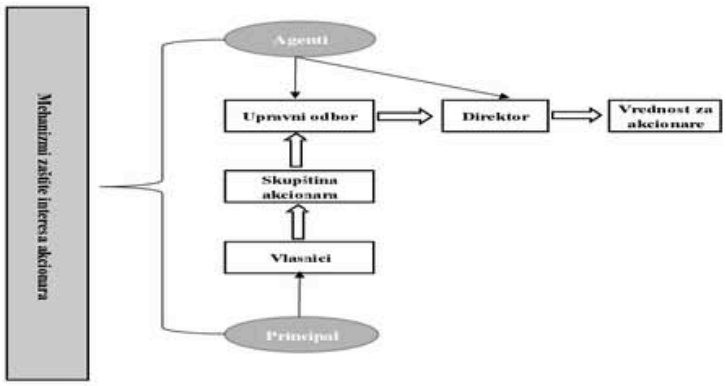
Detalji vezani za gore navedena osnovna prava akcionara prevazilaze okvire ove disertacije i neće se razmatrati.

[8] Zakon o računovodstvu i reviziji ("Sl. glasnik RS", br. 46/2006, 111/2009, 99/2011 - dr. zakon i 62/2013 - dr. zakon).

1.5.2. Mehanizmi zaštite interesa akcionara

Kupovinom akcija akcionari stiču vlasnička prava. Tri su osnovna razloga zbog kojih se investitori opredeljuju za kupovinu akcija: kontrola, dividende i kapitalna dobit. Korporativna kontrola se može definisati kao korišćenje prava koje proizilazi iz vlasništva, odnosno kao pravo vođenja kompanije. Efektivno, ovu kontrola se ostvaruje korišćenjem prava glasa. Glasajući u skupštini akcionara, akcionari imenuju upravni odbor koji je zadužen za imenovanje i kontrolu rada menadžera. Menadžeri svakodnevno donose odluke, a krajnji efekat ovih odluka se ocenjuje kroz vrednost koja je kreirana za akcionare, videti Sliku 2.

Slika 2. *Odnos vlasnika i menadžera*



Izvor: Prikaz autora

Postoje eksterni i interni mehanizmi kontrole čija primena treba da obezbedi da odluke koje donose menadžeri budu u funkciji zaštite interesa akcionara. Eksterni mehanizmi kontrole obuhvataju: tržište proizvoda, regulatorni sistem zemlje u kojoj kompanija posluje, tržište kapitala, tržište za korporativnu kontrolu i tržište radne snage. Pod internim mehanizmima kontrole se misli na: odbor direktora, interno tržište menadžera i krupne akcionare.

Od eksternih mehanizama kontrole najznačajniju ulogu ima pravni sistem zemlje. Na pravni sistem zemlje se može gledati kao na indikator relativne snage države nad imaocima vlasničkih prava, La Porta i dr. (1998: 5). U kontekstu zaštite prava manjinskih akcionara, zemlje čiji se pravni sistemi oslanjaju na običajno pravo nude visok stepen zaštite akcionara i ostalih investitora. Pravni sistemi koji se oslanjaju na francusko civilno pravo nude najniži

stepen zaštite, dok je u zemljama koje se oslanjaju nemačko i skandinavsko civilno pravo ova zaštita negde u sredini, (La Porta i dr., 1998: 36; La Porta i dr., 1999: 491). Pravni sistem Republike Srbije primarno se oslanja na nemačko civilno pravo.

Poslednjih godina delovanje internih mehanizama korporativne kontrole u stručnoj literaturi se označava kao korporativno upravljanje (eng. *corporate governance*). U publikacijama OECD-a korporativno upravljanje uključuje skup odnosa između menadžmenta, odbora direktora, akcionara i ostalih interesnih grupa. Kroz ove odnose definišu se ciljevi kompanije, način njihovog postizanja i praćenje performansi, a sve u funkciji zaštite interesa akcionara. Od značaja je pomenuti principe korporativnog upravljanja koje su razvile zemlje članice OECD-a i koji uključuju:

- Transparentnost finansijskih informacija;
- Jednak tretman svih akcionara;
- Regularno izveštavanje o svim bitnim činjenicama;
- Upravljanje na bazi usklađenih dokumenata.

Kompanije koje posluju u pravnim sistemima koje karakteriše slaba zaštita investitora, kroz razvoj i primenu dobrih internih mehanizama kontrole mogu delimično da nadomeste manjkavosti pravnog sistema. Primena internih mehanizama kontrole u krajnjoj meri imaće pozitivan efekat na rezultate i vrednost kompanije, i ova pozitivna korelacija je jača u slučaju zemalja sa slabom pravnom zaštitom investitora, Klapper & Love (2002: 25). Pored navedenog, veća zaštita akcionara i ostalih investitora povećava njihovu spremnost da obezbede u većem obimu i po nižim cenama sredstva za finansiranje poslovanja kompanija. Shodno navedenom, u interesu svake zemlje i kompanije je da razvije mehanizme korporativne kontrole i upravljanja koji će ovu zaštitu obezbediti. Za zemlje u tranziciji, kao što je Republika Srbija, gde je pravna zaštita interesa manjinskih akcionara i ostalih investitora na niskom nivou, razvijanje internih mehanizama korporativne kontrole i upravljanja i veća transparentnost poslovanja je nešto što može da vrati poverenje investitora i obezbedi veću dostupnost finansijskih sredstava. Ovo je posebnog značaja za kompanije koje su usvojile planove reorganizacije i kojima je dolaženje do novih finansijskih sredstava otežano pogoršanjem kreditnog rejtinga.

1.5.3. Zaštita prava akcionara i korporativno upravljanje u Republici Srbiji

Počeci prakse korporativnog upravljanja i razvoj mehanizama zaštite interesa manjinskih akcionara u Republici Srbiji vezuju se za priliv stranog kapitala, odnosno ulazak stranih banaka. Slobodno se može reći da su banke prve uvele procese kojima se poboljšava kontrola i precizno definišu obaveze i odgovornosti menadžera. Nakon toga usledile su i izmene zakonske regulative, a koje su za cilj imale veću transparentnost poslovanja i definisanje osnovnih mehanizama korporativnog upravljanja. Stepen i mehanizmi zaštite interesa akcionara i praksa korporativnog upravljanja mogu da opredele uticaj stečajne reorganizacije na menadžment i vlasništvo kompanija u finansijskim teškoćama. Shodno navedenom, u tekstu koji sledi izložiće se njihove osnovne karakteristike u Republici Srbiji.

1.5.3.1. Mehanizmi zaštite interesa akcionara u Republici Srbiji

Zakon o privrednim društvima razlikuje prava imalaca običnih i preferencijalnih akcija. Obične akcije svojim imaocima daju sledeća prava: učešća i glasanja na skupštini akcionara, na isplatu dividende, učešća u raspodeli likvidacionog ostatka i stečajne mase, prečeg upisa običnih akcija i drugih finansijskih instrumenata zamenjivih za obične akcije iz naredne emisije, kao i druga prava predviđena zakonom ili aktima društva. Shodno Zakonu o privrednim društvima postoji samo jedna klasa običnih akcija koja daje ista prava svojim imaocima. U delu glasanja, srpski zakonodavac je uveo pravilo da jedna obična akcija obezbeđuje jedan glas, što se u nekim zemljama sa slabom pravnom zaštitom manjinskih akcionara pokazalo kao dobra praksa. Imaoci preferencijalnih akcija po pravilu imaju jedno ili više povlašćenih prava, ali ove akcije svojim imaocima ne daju pravo glasa na skupštini akcionara. Povlašćena prava su u odnosu na isplatu dividende, likvidacionog ostataka ili stečajne mase. Akcionar sa preferencijalnim akcijama ima pravo prečeg sticanja akcija iz iste klase novih akcija, Zakon o privrednim društvima, čl. 250-253.

U delu zaštite interesa manjinskih akcionara, navodimo neka od prava koja predviđa Zakon o privrednim društvima:

- Pravo prenosa akcija i prava iz akcija, (čl. 261);
- Pravo na podnošenje tužbe u ime privrednog društva, pod uslovom da akcionar ima ne manje od 5% osnovnog kapitala, koja se podnosi pod uslovima koje predviđa zakon, (čl. 49, 79, 472);
- Pravo da zahteva procenu novčanog uloga pod uslovom da akcionar ima ne manje od 5% osnovnog kapitala, (čl. 55);
- Pravo nesaglasnih akcionara da zahtevaju otkup akcija od strane društva, (čl. 474 - 476);
- Pravo na predlaganje dnevnog reda skupštine akcionara i njegovu dopunu pod uslovom da akcionar poseduje ne manje od 5% osnovnog kapitala, (čl. 337);
- Pravo na obaveštavanje o finansijskim i poslovnim izveštajima i izveštajima revizora, (čl. 465). U slučaju nastupanja vanrednih okolnosti, direktor društva je u obavezi da obavesti svakog akcionara koji ima ne manje od 10% kapitala o nastupanju ovih okolnosti, (čl. 226);
- Akcionari koji poseduju ili predstavljaju najmanje 10% glasova prisutnih akcionara mogu usvojiti izmene i dopune poslovnika skupštine, (čl. 334);
- Akcionari koji poseduju ili predstavljaju najmanje 10% akcija sa pravom glasa mogu dati predlog za sprovođenje posebne ili vanredne revizije, (čl. 456).

Gore navedena prava akcionara su u velikoj meri usaglašena sa zahtevima Direktive 2007/36. Imajući u vidu da je veliki broj kompanija iz uzorka na kome se sprovodi istraživanje organizovano kao društvo sa ograničenom odgovornošću, u delu zaštite interesa manjinskih članova društva navodimo odredbu Zakona o privrednim društvima član 205. koja precizira da jedan ili više članova društva koji poseduju ili zastupaju najmanje 10% udela u osnovnom kapitalu društva mogu putem pisanog obaveštenja staviti dodatne tačke na dnevni red sednice skupštine društva.

Realizacija prava manjinskih akcionara i ostalih investitora koja su previđena Zakonom o privrednim društvima određena je velikim delom organima upravljanja koji su formirani u konkretnoj kompaniji; više o ovoj problematici biće u tekstu koji sledi.

1.5.3.2. Organi upravljanja u srpskim kompanijama

Upravljanje privrednim društvom u Republici Srbiji može biti organizovano kao jednodomno (jednostepeno) ili dvodomno (dvostepeno). U slučaju jednodomnog organi društva su: skupština, jedan ili više direktora, odnosno odbor direktora. Kod dvodomnog organizovanja organi upravljanja društvom su: skupština, nadzorni odbor, jedan ili više izvršnih direktora, odnosno izvršni odbor. Direktori su nadležni za vođenje poslovanja društva. Najviši organ društva je skupština, ali ukoliko postoji nadzorni odbor onda se određena ovlašćenja prebacuju sa skupštine na nadzorni odbor. Skupština društva ima sledeća ovlašćenja: donosi izmene osnivačkog akta, usvaja finansijske izveštaje i izveštaje revizora, nadzire rad direktora i usvaja izveštaje direktora, usvaja izveštaje nadzornog odbora kada je upravljanje kompanijom dvodomno, odlučuje o povećanju i smanjenju osnovnog kapitala kompanije, imenuje i razrešava direktore i obavlja druge radnje predviđene zakonom i internim aktima kompanije. Skupština se organizuje najmanje jednom godišnje, a po potrebi moguće je i vanredno sazivanje skupštine. U slučaju da je formiran nadzorni odbor kao organ upravljanja, njegove nadležnosti su da: kontroliše i nadgleda rada direktora, bira i razrešava direktore, određuje poslovnu strategiju društva, vrši unutrašnji nadzor nad poslovanjem društva, stara se o usklađenosti poslovanja sa zakonima, uspostavlja računovodstvene politike i politike upravljanja društvom, kontroliše raspodelu dobiti vlasnicima, i obavlja druge radnje koje su predviđene zakonom i internim aktima društva.

Zakonom o privrednim društvima u članu 452. uvedena je obaveza otvorenim akcionarskim društvima da u svoje obavezne akte uvedu kodeks korporativnog upravljanja i da imaju kvalifikovanog i nezavisnog internog revizora. Neke od nadležnosti internog revizora su: praćenje primene kodeksa korporativnog upravljanja; provera usaglašenosti poslovanja kompanije sa zakonskim propisima i internim aktima društva; praćenja rizika na nivou kompanije, i nadzor nad računovodstvenim podacima, (čl. 452). Kada je u pitanju nadzor nad računovodstvenim podacima, najveće novine u Republici Srbiji uvedene su 01.01.2004. godine

kada je tadašnjim Zakonom o računovodstvu i reviziji[9] predviđena obaveza primene Međunarodnih računovodstvenih standarda i obaveza eksterne revizije finansijskih izveštaja za velika i srednja pravna lica. Obavezi eksterne revizije pored velikih i srednjih pravnih lica potpadaju i matična pravna lica, koja su obavezna da sastavljaju konsolidovane finansijske izveštaje, i pravna lica koja emituju hartije od vrednosti i druge finansijske instrumente kojima se trguje na organizovanom tržištu. Ovo je trebalo da stvori veću finansijsku disciplinu i transparentnost poslovanja srpskih kompanija, ali zbog razvijene prakse „kreativnog računovodstva" i navike menadžmenta da prikriva informacije, ova namera zakonodavca se nije ostvarila.

Rešenja koja predviđa Zakon o privrednim društvima u delu korporativnog upravljanja treba da obezbede nezavisnost menadžera od vlasnika i neposrednu kontrolu rada menadžera od strane vlasnika. Praksa korporativnog upravljanja u Republici Srbiji u velikoj meri odstupa od onoga što je zakonom predviđeno, više o ovome u tekstu koji sledi.

1.5.3.3. Praksa korporativnog upravljanja u Republici Srbiji

Iako je pravna regulativa Republike Srbije u kontekstu prava i zaštite interesa manjinskih akcionara i ostalih investitora kompanije u velikoj meri usaglašena sa zahtevima Direktive 2007/36, u praksi se ova prava ne ostvaruju. Na osnovu izveštaja Svetske banke *Doing Business*, u pogledu zaštite interesa manjinskih akcionara Republika Srbija je 2015. godine zauzela 32 mesto od ukupno 189 zemalja. Istu poziciju je imala i 2014. godine. Pored slabih institucionalnih okvira u kojima ova prava treba da se realizuju, problem predstavlja i visoka koncentracija vlasništva. Naime, vlasništvo u srpskim kompanijama je koncentrisano u rukama nekoliko pojedinaca, ili se radi o piramidalnoj strukturi iza koje stoje pojedinci sa visokim vlasničkim udelom. U uslovima slabe zaštite interesa manjinskih akcionara, visoka koncentracija vlasništva treba da doprinese efikasnijem upravljanju agencijskim problemom i boljim performansama kompanije, Cerović i dr. (2014: 451). Vlasnici su često uključeni u upravljanje kompanijama, a kada nisu uključeni u upravljanje koriste menadžere za realizaciju ličnih interesa. Na ovaj način većinski akcionari stiču potpunu kontrolu nad poslovanjem

[9] Zakon o računovodstvu i reviziji ("Sl. list SRJ", br. 71/2002).

kompanije i istovremeno čine kompaniju osetljivom (zavisnom) od vlasništva. U ovakvim uslovima većinski vlasnici imaju dosta prostora za zloupotrebu ovlašćenja. Najčešće se zloupotreba vlasničkih prava ostvaruje kroz sledeće radnje: osnivanje ekonomski i/ili vlasnički povezanih pravnih lica na koje se prebacuje imovina i obavlja poslovanje po cenama koje su značajno niže od tržišnih, davanje i uzimanje pozajmica od povezanih pravnih lica, isplate dividendi, osnivanje kompanija u zemljama koje imaju tretman poreskih rajeva i sl. Prema podacima Evropske unije, najviše formiranih kompanija u poreskim rajevima čiji su osnivači srpske kompanije ima na Kipru (785), Britanskim Devičanskim ostrvima (147) i Lihtenštajnu (40), B92 (2015)[10]. Pored navedenog, često su vlasnici srpskih kompanija firme iz zona poreskih rajeva iza kojih stoje srpski državljani. Prema podacima Agencije za privredne registre, čak 333 privredna društva koja posluju u Republici Srbiji imaju osnivače iz zona koje se vode kao poreski rajevi, B92 (2015). Sve ovo otežava praćenje tokova novca, smanjuje motivaciju manjinskih akcionara da budu uključeni u upravljanje kompanijom i pruža prostor za oštećenje poverilaca. Jedan od načina da se ova praksa promeni jeste kroz veće uključivanje investitora, a pre svega banaka kao najvećih kreditora realnog sektora, u organe upravljanja kompanija, ali uz prethodnu ocenu troškova i benefita od ovakvog vida kontrole. Na zakonodavcu ostaje da jača primenu postojeće zakonske regulative i razvija institucionalne okvire u kojima zakonom deklarisana prava investitora treba da se realizuju.

[10] B92 (2015). Od 30 poreskih rajeva, 18 ima veze sa Srbijom. [online] Dostupno na: http://www.b92.net/biz/vesti/srbija.php?yyyy=2015&mm=10&dd=14&nav_id=1051078 [Pristupljeno 12.01.2016.].

1.6. Prestanak kompanije i posledice stečaja

Kao što se i ljudska bića rađaju, žive i umiru, tako se i kompanija osniva, posluje i prestaje da postoji. Prestanak poslovanja kompanija za sobom povlači različite posledice na društvenu zajednicu koji su socijalne, ekonomske, pravne, ekološke i druge prirode. U kontekstu predmeta istraživanja ove disertacije, u delu koji sledi ukratko će se izložiti oblici prestanka kompanije, pravne i ekonomske posledice stečaja.[11]

1.6.1. Oblici prestanka kompanije

Privredni subjekti koji su osnovani na određeno vreme prestaju da postoje sa protekom vremena na koji su osnovani. U kontekstu privrednih subjekata koji su osnovani na neodređeno vreme, a koji su i predmet ove disertacije, različiti uzroci mogu dovesti do njihovog prestanka, i neki od njih su: odluka vlasnika ili nadležnog organa, nepovoljne zakonske odredbe i druge okolnosti iz makroekonomskog okruženja, finansijske teškoće, sindikalni nameti i sl. Zakon o privrednim društvima u članu 238. definiše tri načina prestanka kompanije: likvidacija, stečaj i statusne promene koje za posledicu imaju prestanak privrednog subjekta (pripajanje, podela i spajanje).

Likvidacija je vansudski, a retko sudski, postupak prestanka poslovanja privrednih subjekata koji su solventni tj. imaju dovoljno imovine za izmirivanje svih svojih obaveza. Likvidacija može biti dobrovoljna, koja nastaje odlukom vlasnika društva, i prinudna, koju takode može pokrenuti vlasnik ili sud po službenoj dužnosti. U slučaju prinudne likvidacije primenjuju se pravila koja važe i za stečaj. Ova pravila uključuju sledeće: postavljanje likvidacionog upravnika čiji je položaj izjednačen sa stečajnim upravnikom, pravilo obaveštavanja poverilaca, objava odluke o obaveštavanju poverilaca, i objava izveštaja o sprovedenoj likvidaciji.

[11] Deo disertacije koji se bavi pravnim aspektima prestanka kompanije i ekonomskom suštinom stečaja preuzet je iz: Ilić-Popov, G., editor (2006). *Priručnik za stečajne upravnike*. Beograd: Agencija za licenciranje stečajnih upravnika. Intermex, str. 143-148

Stečaj predstavlja mehanizam za kolektivno namirenje poverilaca insolventnog privrednog subjekta koji sprovodi nadležni sud. Za razliku od izvršnog postupka, koji predstavlja mehanizam za pojedinačno namirenje konkretnog poverioca i to njegovog određenog potraživanja i koji se sprovodi na osnovu izvršne isprave na tačno određenoj imovini izvršnog dužnika, stečaj se sprovodi radi namirenja svih poverilaca stečajnog dužnika prema jednom insolventnom dužniku i to na njegovoj celokupnoj imovini. Poverioci u stečaju ne moraju biti unapred poznati kao što je to slučaj sa izvršnim postupkom. Uslovi za pokretanje stečaja različito su definisani u pojedinim zemljama. Stečaj se često poistovećuje sa likvidacijom. Postoje tri bitne razlike između stečaja i likvidacije. Prva bitna razlika je što se stečaj sprovodi nad insolventnim privrednim subjektima dok se likvidacija sprovodi nad solventnim. Otuda, u likvidaciji svi poverioci bivaju namireni u celosti, a ostatak likvidacione mase biva raspoređen vlasnicima kompanije, dok u slučaju stečaja ovo ne mora biti slučaj. Ukoliko je stečajni dužnik insolventan, ali nije prezadužen, poverioci će biti u celosti namireni. U slučaju da je stečajni dužnik insolventan i prezadužen, poverioci neće namiriti u celosti potraživanja iz imovine stečajnog dužnika. Zbog činjenice da poverioci najčešće ne budu u celosti namireni iz stečajne mase, u stečaju se primenjuje niz mera koje treba da obezbede zaštitu interesa poverilaca i očuvanje stečajne mase. Druga bitna razlika između stečaja i likvidacije je što je likvidacija opšti način prestanka solventnog privrednog subjekta koji se sprovodi kada nastupi bilo koji razlog koji je zakonom predviđen za prestanak privrednog subjekta. Nasuprot likvidacije, stečaj je poseban način prestanka jer u njemu prestaju da postoje privredni subjekti zbog svoje: insolventnosti, prezaduženosti, nepostupanja ili postupanja suprotno odredbama usvojenog plana reorganizacije. Treća bitna razlika je u prirodi postupka, naime likvidacija je vansudski postupak koji se pokreće na zahtev vlasnika ili skupštine društva, a izuzetno sudski kada se pokreće po službenoj dužnosti, dok je stečaj isključivo sudski postupak koji se pokreće na predlog ovlašćenog predlagača.

Zakon o privrednim društvima predviđa statusne promene kao jedan od načina prestanka privrednih subjekata, ali se iste mogu koristiti i kao mehanizam poslovnog restrukturiranja kompanija u finansijskim teškoćama. Razvijene zemlje sveta primenjuju brojne tehnike kojima se statusne promene realizuju kao što su: LBO, ESOP, akvizicija akcija, akvizicija sredstava, merdžeri, konsolidacija, borba punomoćnika i sl.

1.6.2. Pravne i ekonomske posledice stečaja

Najopštije rečeno osnovni cilj stečaja je da obezbedi stečajnim poveriocima najveći mogući stepen namirenja potraživanja iz imovine stečajnog dužnika. Zakonodavstva pojedinih zemalja (npr. Argentine, Francuske, Luksemburga, Brazila, Rusije)[12] u prvi plan stavljaju socijalni aspekt, ali je takva praksa suprotna osnovnoj suštini stečaja. Stečaj proizvodi pravne i ekonomske posledice na stečajnog dužnika i njegove stejkholdere, i ove posledice opredeljuju njihovo ponašanje u toku stečajnog postupka.

Pravne posledice otvaranja stečaja su brojne i najvažnije od njih su: prestanak poslovne sposobnosti, ograničena pravna sposobnost, prestanak važenja svih izdatih punomoćja, uvođenje stečajnog upravnika, otvaranje novog računa i zatvaranje svih postojećih računa i dr. Jedna od bitnijih karakteristika stečaja je što njegovim otvaranjem sva potraživanja poverilaca (novčana i nenovčana) se pretvaraju u novčana koja dospevaju u celosti na naplatu. U zavisnosti od cilja, u opštem smislu, stečaj se sprovodi bankrotstvom ili reorganizacijom. Bankrotstvo[13] predstavlja kolektivno namirenje poverilaca stečajnog dužnika u sudskom postupku koji se sprovodi na celokupnoj njegovoj imovini. Nakon što stečajni upravnik unovči celokupnu imovinu stečajnog dužnika, isti prestaje da postoji i dalji postupak stečaja se sprovodi na stečajnoj masi. Stečajnu masu čine pored novčanih sredstava na dan otvaranja stečaja i novčana sredstva dobijena prodajom imovine stečajnog dužnika, kao i sredstva dobijena naplatom potraživanja. Pošto je značajan deo imovine unovčen, pristupa se deobi stečajne mase stečajnim poveriocima. U slučaju reorganizacije dolazi do preuređenja dužničko-poverilačkih odnosa, i stečajni dužnik nakon usvajanja plana reorganizacije nastavlja da postoji uz zadržavanje pravnog i ekonomskog subjektiviteta. U ovom slučaju se sva prava i obaveze stečajnog dužnika prema poveriocima regulišu isključivo u skladu sa odredbama sadržanim u usvojenom planu reorganizacije. Plan reorganizacije je izvršna isprava koja je obavezujuća za sve poverioce, uključujući i one koji nisu glasali za njegovo usvajanje.

---

[12] Practical Law (2014). Order of creditor and contributory ranking on a debtor's insolvency. [online] Dostupno na: http://uk.practicallaw.com/9-518-5211?q=&qp=&qo=&qe= [Pristupljeno 05. 07.2015.].

[13] Reč „bankrot" (italijanski „*banca rotta*", što u prevodu znači prevrnuta kupa), potiče iz srednjovekovnih običaja koji su podrazumevali da se prezaduženom trgovcu okrene klupa tj. tezga naopako, a što je pokazivalo ostalim učesnicima u razmeni da je trgovac nesposoban za trgovinu.

Ekonomski gledano stečaj predstavlja deobu imovine stečajnog dužnika između njegovih poverilaca. Ova deoba uključuje dve komponente: novčanu vrednost celokupne imovine stečajnog dužnika, koja se nalazi na strani aktive stečajnog bilansa, i novčana vrednost ukupnih obaveza stečajnog dužnika, koja se nalazi na strani pasive stečajnog bilansa. Da bi se utvrdila novčana vrednost ukupne imovine stečajnog dužnika, stečajni upravnik preduzima radnje koje su neophodne da bi se izvršio popis celokupne imovine, a zatim se vrši procena novčanog iznosa koji se može dobiti unovčenjem ove imovine. Iznos koji se utvrdi predstavlja aktivnu masu stečaja koja služi za namirenje obaveza koje stečajni dužnik ima prema poveriocima, a koji čine pasivnu masu stečaja. Ukoliko je aktivna masa veća od pasivne, iz imovine stečajnog dužnika se namiruju sve obaveze prema poveriocima, odnosno stečajni dužnik je insolventan ali nije prezadužen. Ukoliko je aktivna masa manja od pasivne, stečajni dužnik je insolventan i prezadužen i poverioci se namiruju u iznosu koji je umanjen za manjak aktivne mase u odnosu na pasivnu masu. U slučaju reorganizacije ovo namirenje je precizirano planom reorganizacije i pretpostavlja jednako namirenje poverilaca iz iste klase.

Zbog činjenice da je stečaj kompleksna problematika koja zahteva interdisciplinarni pristup u proučavanju, u drugom poglavlju disertacije izložiće se ključni aspekti finansijskih teškoća i stečajne reorganizacije. Ovo će biti preduslov za proučavanje uticaja stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja, ali i za analizu faktora koji opredeljuju uspešnost planova reorganizacije koji su usvojeni u Republici Srbiji.

2. KLJUČNI ASPEKTI FINANSIJSKIH TEŠKOĆA I STEČAJNE REORGANIZACIJE

Podnošenje predloga za pokretanje stečaja nad kompanijom pretpostavlja da se ona suočava sa trajnom ili pretećom nesposobnošću plaćanja, ili da je prezadužena. Insolventnost, nelikvidnost i prezaduženost su posledica poslovnih, investicionih i finansijskih odluka donetih u prošlosti, a koje su doživele neuspeh usled delovanja niza eksternih i internih faktora. Da li će neuspeh prošlih odluka rezultirati finansijskim teškoćama primarno zavisi od sledećih faktora: kvaliteta menadžmenta, rezervi likvidnosti i solventnosti za pokriće nastalih gubitaka, i strukture kapitala. Samo kompanije koje u strukturi kapitala imaju pozajmljena sredstva se mogu suočiti sa finansijskim teškoćama, Altman (2002:8). Rizik ulaska u finansijske teškoće nije prisutan u slučaju kompanija koje se finansiraju isključivo iz sopstvenih izvora jer sopstveni izvori nemaju dospeće. Ove kompanije mogu pokriti nastale gubitke iz neraspoređene dobiti, ili da kroz privatne pregovore sa vlasnicima obezbede dodatnu infuziju kapitala za pokriće nastalih gubitaka. Finansiranje poslovanja isključivo iz sopstvenih izvora se najčešće javlja kod malih ili novoosnovanih kompanija, ali i kod kompanija koje su osnovane za razvoj strateških projekata. Zbog činjenice da je korišćenje dugova za finansiranje poslovanja realnost i preduslov rasta, svaka kompanija u toku svog životnog ciklusa se može suočiti sa finansijskim teškoćama. Momentom apliciranja kompanije za stečaj svi stejkholderi koji su nosioci rizika poslovanja treba da donesu ključnu odluku koja opredeljuje dalji tok stečaja i mogućnost kompanije da nastavi da posluje. Ova odluka uključuje izbor između reorganizacije ili bankrotstva i određena je sledećim faktorima: 1) finansijskim zdravljem kompanije u momentu apliciranja za stečaj; 2) ocenom realnih mogućnosti da se poslovanje kompanije rehabilituje primenom predloženih mera reorganizacije; 3) potencijalom kompanije da ostvari rast vrednosti kroz nastavak poslovanja, odnosno realizacijom poslovnih i investicionih projekata koji će obezbediti kreiranje vrednosti na dug rok, i 4) procenom vrednosti kompanije u slučaju nastavka poslovanja („going concern" vrednost) i njenom likvidacionom vrednošću. Realna ocena gore navedenih faktora opredeliće pravac stečaja, ali i mogućnost kompanije da nakon usvojenog plana reorganizacije izađe iz finansijskih teškoća. Imajući u vidu napred navedeno, u tekstu koji sledi izložiće se: koncept finansijskih teškoća, ključni aspekti reorganizacije, mere reorganizacije. Na samom kraju ovog poglavlja izvršiće se ocena uspešnosti stečajne

reorganizacije kao mehanizma za rehabilitaciju poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama, i ukazati na faktore koji mogu da utiču na njenu uspešnost.

2.1. Definicije finansijskih teškoća

Zbog činjenice da su finansijske teškoće složen fenomen, razvijene su brojne definicije ovog pojma. Ono što je zajedničko svim ovim definicijama je da one uključuju dve strane: dužnika i poverioce. Sve definicije finansijskih teškoća možemo svrstati u tri kategorije:

- Definicije orijentisane na sam događaj nastupanja rizika nemogućnosti izmirivanja dospelih obaveza;
- Procesne definicije;
- Tehničke definicije, Outecheva (2007: 14).

U kontekstu prve grupe definicija, finansijske teškoće se izjednačavaju sa: 1) stečajem (eng. *bankruptcy*); 2) nemogućnošću izmirivanja obaveza u rokovima koji su ugovorom definisani i koji najčešće povlače pokretanje pravnih postupaka protiv dužnika i njegove imovine (eng. *legal default*); 3) ne ispunjavanjem uslova definisanih ugovorom koji takođe mogu biti osnov za pokretanje pravnih postupaka protiv dužnika i njegove imovine (eng. *technical default*); i 4) prestankom poslovnih operacija usled stečaja, a koji vodi nastanku gubitaka za poverioce (eng. *business failure)*, Altman & Hotchkiss (2006: 4-5). U vezi sa gore navedenim, ukazujemo na neke od definicija finansijskih teškoća koje se često koriste u literaturi iz ove oblasti. Beaver (1966: 71) definiše finansijske teškoće kao nemogućnost kompanije da odgovori dospelim obavezama u momentu njihovog dospeća. Sličnu definiciju finansijskih teškoća koriste: Brown i dr. (1992)[14]; Ofek (1993)[15] i Whitaker (1999), (citirano prema Outecheva, 2007: 14). Gilson (1990: 357) finansijske teškoće određuje u odnosu na nastupanje sledećih događaja: 1) umanjenje kamate i glavnice po kreditima; 2) produžavanje roka dospeća obaveza; 3) situaciju kada se kreditorima daju akcije (obične ili konvertibilne), i 4) apliciranje kompanije za stečaj. Nastupanje prve tri događaja Gilson koristi za definisanje restrukturiranja dugova u privatnim pregovorima sa poveriocima. Gilson i dr. (1990: 330)

20

[14] Brown, D., James, C.& Mooradian, R. (1993). The Information Content of Distressed Restructurings Involving Public and Private Debt Claims. *Journal of Financial Economics*. Vol. 33, str. 93-118.

64

[15] Ofek, E. (1993). Capital Structure and Firm Response to Poor Performance. *Journal of Financial Economics*. Vol. 34, No. 1, str. 3-30.

takođe prave razliku između situacije kada kompanija ne ispunjava ugovorne klauzule od situacije kada nije sposobna da izmiri dospele obaveze u roku. Andrade & Kaplan (1997: 5) identifikuju dva oblika finansijskih teškoća: prvi kada kompanija ne izmiruje dospele obaveze u ugovorenom roku, i drugi kada kompanija pokušava da restrukturira obaveza kako bi izbegla situaciju nemogućnosti izmirivanja obaveza. Opler & Titman (1994: 1015) definišu finansijske teškoće kao događaj koji izaziva visoke troškove i utiče na odnos između imaoca dugova (eng. *debtholders*) i nefinansijskih stejkholdera (eng. *non-financial stakeholders*).

Procesne definicije na pojam finansijskih teškoća gledaju kao na kompleksan fenomen koji ima dinamiku. Jedna od najstarijih definicija finansijskih teškoća je definicija autora Gordona (1971: 347-348). Pomenuti autor na finansijske teškoće gleda kao na jedan stadijum čitavog procesa pogoršanja finansijskog zdravlja koji je praćen poslovnim gubicima i restrukturiranjem. Ovaj autor finansijske teškoće izjednačava sa nemogućnošću kompanije da odgovori poslovnim i finansijskim obavezama, a koji je uslovljen pojavom privremenih gepova u likvidnosti i drugim problemima u poslovanju. Kompanije koje se suočavaju sa finansijskim teškoćama često emituju obveznice sa visokim prinosom. Prinos na emitovane obveznice je značajno viši od prinosa na bezrizična ulaganja i ulaganja u hartije od vrednosti sa sličnim investicionim rizikom. Na ovaj način kompanije u finansijskim teškoćama pokušavaju da privuku investitore i pribave sredstva za finansiranje gepova u likvidnosti. Rizik nemogućnosti izmirivanja dospelih obaveza nastupa kada kompanija izgubi moć generisanja prihoda (ili ta moć postane slaba), i nivo dugova bude veći od vrednosti imovine. Autor Lau[16] (1987) finansijske teškoće vezuje za pojavu masovnih otpuštanja zaposlenih, primenu različitih strategija restrukturiranja i neisplaćivanje dividendi akcionarima, (citirano prema Platt & Platt, 2008: 133).

Tehničke definicije prilikom određenja pojma finansijskih teškoća koriste finansijske indikatore. U tekstu koji sledi navešće se tehničke definicije sledećih autora: Gilbert i dr. (1990), Asquish i dr. (1994), Denis & Denis (1995a), Whitaker (1999), Purnanandam (2005) i Plat & Plat (2008). Gilbert i dr. (1990: 170) finansijske teškoće definišu kao stadijum u kome

27

[16] Lau, A. H. (1987). A Five-State Financial Distress Prediction Model. *Journal of Accounting Research*. Vol. 25, No. 1, str. 127-138.

kompanija ostvaruje negativan neto rezultat i loše performanse u periodu koji nije manji od dve uzastopne godine. Ovi autori smatraju da kompanije u finansijskim teškoćama imaju sledeće opcije za rehabilitaciju poslovanja: 1) restrukturiranje dugova kroz privatne pregovore sa poveriocima i dostizanje određenog nivoa solventnosti; 2) bankrotstvo, i 3) apliciranje za stečajnu reorganizaciju. Razliku između nastupanja rizika nemogućnosti plaćanja dospelih obaveza i ulaska kompanije u stečaj prave i autori Ward & Foster (1997)[17] i Pindado & Rodrigues (2005), (citirano prema Outecheva, 2007: 6). Asquith i dr. (1994:632) prilikom definisanja finansijskih teškoća koriste pokriće troškova kamata sa EBITDA. Kompanija se suočava sa finansijskim teškoćama ukoliko je EBITDA manji od troškova kamata u dve uzastopne godine, ili je u bilo kojoj godini odnos EBITDA i troškova kamata manji od 0,8. Iz ove definicije se može zaključiti da je ulazak kompanije u finansijske teškoće praćen padom profitabilnosti, previsokim leveridžom ili nemogućnošću generisanja dovoljnog iznosa gotovine za izmirivanje dospelih obaveza. Autori Denis & Denis (1995a: 132) zastupaju stav da je kompanija ušla u finansijske teškoće ukoliko je u periodu od tri uzastopne godine ostvarivala gubitke, odnosno negativan rezultat pre poreza ili neto gubitak. Rezultati istraživanja ovih autora ukazuju da nakon što kompanija uđe u finansijske teškoće ista se suočava sa nedovoljnim novčanim tokovima i nemogućnošću isplaćivanja dividendi. Whitaker (1999) prilikom definisanja finansijskih teškoća koristi novčani tok i tržišnu vrednost imovine. Whitaker (1999: 124) smatra da se kompanija suočava sa finansijskim teškoćama kada nema dovoljno novčanih sredstava za izmirivanje dospelih obaveza, odnosno kada je novčani tok manji od tekućih dospeća dugoročnih obaveza. Novčani tok se posmatra kao zbir neto dobiti i stavki koje ne predstavljaju novčano izdavanje. Nedovoljnost novčanih tokova je potreban, ali ne i dovoljan uslov da se kompanija klasifikuje da je u finansijskim teškoćama. Naime, čak i u situaciji kada su novčani tokovi nedovoljni za izmirivanje dospelih obaveza, menadžment kompanije i dalje ima mogućnosti da ovaj gep pokrije iz drugih izvora kao što su prodaja imovine, emisija hartija od vrednosti, dodatno zaduživanje i sl. Ukoliko se u dužem vremenskom periodu u prošlosti kompanija suočavala sa nedovoljnim novčanim tokovima za izmirivanje dospelih obaveza, realno je očekivati da će u nekom momentu aplicirati za stečaj

17 Ward, T., Foster, B. (1997). A Note on Selecting a Response Measure for Financial Distress. *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 24, No. 6, str. 869-879.

usled nemogućnosti da odgovori dospelim obavezama. Whitaker (1999: 124) uvodi i tržišnu vrednost kompanije kao dopunski kriterijum prilikom ocene finansijskih teškoća. Kompanije koje se suočavaju sa finansijskim teškoćama imaju prisutan konstantan pad tržišne vrednosti. Ovaj pad tržišne vrednosti je u odnosu na istorijske vrednosti kompanije, ali i u odnosu na prosek za datu granu. Purnanandam (2005: 3) definiše finansijske teškoće koristeći koncept solventnosti. Ovaj autor je razvio teorijski model upravljanja kompanijom koji se bazira na troškovima finansijskih teškoća i iste posmatra kao fazu između solventnosti i insolventnosti. Transformacija iz stanja solventnosti u insolventnost nastupa na dan dospeća finansijskih obaveza i to u situaciji kada je likvidaciona vrednost imovine manja od nominalne vrednosti duga. Pomenuti autor smatra da su ulazak u finansijske teškoće, nemogućnost izmirivanja dospelih finansijskih obaveza i stečaj tri različita stadijuma u kojima se mogu naći kompanije čije je finansijsko zdravlje narušeno. Ovaj autor smatra da finansijske teškoće prethode nastupanju rizika nemogućnosti izmirivanja dospelih obaveza i stečaju. Platt & Platt (2008: 133) navode da je kompanija ušla u finansijske teškoće ukoliko su kumulativno ispunjeni sledeći uslovi:

- Negativno pokriće troškova kamata sa EBITDA;
- Negativan EBIT;
- Negativan neto rezultat iz koga su isključene stavke ostalog neposlovnog rezultata.

Pored definicija koje za potrebe definisanja finansijskih teškoća koriste računovodstvena merila, postoje i definicije koje se baziraju na upotrebi tržišnih indikatora. Prilikom ocene finansijskog zdravlja autori Lai & Sudarsanam (1997) i Ofek (1993) koriste tržišnu cenu akcija, odnosno raspon pada cene akcija u određenom vremenskom periodu. Ovaj pristup je moguće primeniti samo u slučaju kompanija čije se akcije kotiraju na aktivnoj berzi. Imajući u vidu da je tržište hartija od vrednosti Republike Srbije duži period neaktivno, ovi indikatori finansijskih teškoća se neće detaljnije razmatrati.

Svim gore navedenim definicijama je zajedničko da one na pojam finansijskih teškoća gledaju kao na heterogen i dinamičan proces praćen različitim negativnim efektima na opšte finansijsko zdravlje kompanije. Slabljenje finansijskog zdravlja se odvija u fazama o kojima će biti više reči u tekstu koji sledi.

2.2. Faze akumulacije finansijskih teškoća

Slabljenje finansijskog zdravlja je dinamičan proces koji uključuje stadijume koji su međusobno nezavisni. Svaki od ovih stadijuma u različitoj meri doprinosi daljem slabljenju finansijskog zdravlja i opštem padu vrednosti kompanije. Postoji pet stadijuma slabljenja finansijskog zdravlja:

- Inkubacija;
- Finansijske neugodnosti;
- Finansijska insolventnost;
- Potpuna insolventnost;
- Potvrđena insolventnost, Fitzpatrick (1934: 337-340).

U fazi inkubacije počinju da se javljaju prvi signali slabljenja finansijskog zdravlja. Ono što karakteriše ovu fazu je pasivnost menadžmenta i njegovo poricanje da se kompanija počinje suočavati sa problemima u poslovanju. Autor Fitzpatrick ovo ponašanje poredi sa nojem koji zabija glavu u pesak. U fazi neugodnosti počinju da se javljaju kratkoročni gepovi u likvidnosti, ali kompanija i dalje ima podršku poslovnih partnera i zahvaljujući tome se ne suočava sa strukturnom nelikvidnošću. U ovoj fazi menadžment je i dalje pasivan, dok finansijske teškoće najčešće nisu zapažene od strane poslovnih partnera koji nastavljaju nesmetanu saradnju sa kompanijom. Kompanija počinje da se suočava sa rizikom ulaska u stečaj u fazama finansijske insolventnosti i potpune insolventnosti. Finansijsku insolventnost karakterišu česte pojave nedovoljnih novčanih tokova za izmirivanje dospelih obaveza. Kompanija više nije u stanju da upravlja gepovima nelikvidnosti, poslovni partneri su sve manje spremni da odlažu naplatu svojih potraživanja ili da obezbede dodatna likvidna sredstava, i tada privremeni gepovi u likvidnosti prelaze u strukturnu nelikvidnost. U ovoj fazi menadžment počinje da se budi i preduzima restriktivne mere koje mogu biti u suprotnosti sa ranijom poslovnom politikom kompanije. U slučaju da ove mere ne proizvedu pozitivno dejstvo, kompanija ulazi u fazu potpune insolventnosti kada više nije u stanju da odgovori dospelim obavezama. U ovoj fazi poslovna javnost je upoznata sa teškom finansijskom situacijom u kojoj se nalazi kompanija. Za ovu fazu karakteristično je da pojedini poslovni partneri započinju prinudne postupke naplate svojih potraživanja. Menadžment pokušava u privatnim pregovorima sa poveriocima

da restrukturira dugove i na taj način izbegne apliciranje za stečaj. Ukoliko privatni pregovori ne uspeju, menadžmentu kompanije u finansijskim teškoćama preostaje da aplicira za stečajnu reorganizaciju. Insolventnost je potvrđena momentom apliciranja kompanije za stečaj. Ulaskom kompanije u finansijske teškoće, odnosno od faze finansijske insolventnosti do potvrđene insolventnosti, vremenski period koji protekne između svake faza se skraćuje i sve je manje vremena za korektivnu akciju menadžmenta.

Stadijum insolventnosti možemo posmatrati u kontekstu stanja i toka, Ross i dr. (2002: 855). Ukoliko se na insolventnost posmatra kao na stanje, onda istu možemo izjednačiti sa situacijom kada je tržišna vrednost imovine kompanije manja od nominalne vrednosti duga, odnosno sa situacijom kada je ekonomska vrednost kompanije negativna. Ukoliko se prilikom definisanja insolventnosti koristi princip toka, kompanija se suočava sa insolventnošću kada su poslovni novčani tokovi nedovoljni za pokriće tekućih novčanih obaveza. Altman & Hotchkiss (2006: 5) smatraju da se kompanija prvo suočava sa nedovoljnim novčanim tokovima iz poslovanja, a tek onda sa negativnom ekonomskom vrednošću. Gilson i dr. (1990: 330) ukazuju da kompanija može duži vremenski period da bude insolventna, ali da redovno izmiruje obaveze i poštuje ugovorne klauzule, odnosno da između ova dva stadijuma slabljenja finansijskog zdravlja ne postoji jednakost. Oni ukazuju da pre nego što nastupi situacija kada kompanija ne može da odgovori dospelim obavezama, poslovni partneri nemaju kompletnu sliku o njenom finansijskom zdravlju. Momentom kada kompanija više nije u stanju da odgovori dospelim obavezama i obustavi sva plaćanja, poslovni partneri postaju svesni teške finansijske situacije u kojoj se ista nalazi. Ova svest istovremeno utiče i na opšti pad vrednosti kompanije. Rani stadijumi slabljenja finansijskog zdravlja i obezvređenja imovine javljaju se pet do šest godina pre apliciranja kompanije za stečaj. Istraživanja koja se bave predviđanjem rizika stečaja ukazuju da je negativan razvoj poslovanja najvidljiviji jednu do dve godine pre nego što nastupi događaj nemogućnosti izmirivanja dospelih obaveza. Pad vrednosti kompanije je najveći momentom njenog apliciranja za stečaj. U slučaju da menadžment kompanije ne preduzme uspešnu korektivnu akciju, pad vrednosti može da se nastavi i nakon njenog apliciranja za stečaj. Dobar primer za ovo je stečaj kompanije Eastern Airlines koja je u toku stečajnog postupka izgubila više od 50% vrednosti koju je imala u momentu apliciranja za stečaj, Weiss & Wruck (1998: 55). Razlozi koji dovode do pada vrednosti kompanija u finansijskim

teškoćama mogu biti višestruki: loše stanje u grani, asimetričnost informacija, konflikti interesa između različitih učesnika u stečaju, nemogućnost realizacije planiranih mera reorganizacije i drugi.

Blagovremena identifikacija rizika ulaska kompanije u finansijske teškoće i dijagnoza stadijuma slabljenja finansijskog zdravlja jedan je od prioriteta menadžmenta kompanije i njenih poverilaca. Razvijeni su brojni statistički modeli koji za cilj imaju ranu identifikaciju slabljenja finansijskog zdravlja i predviđanje rizika stečaja. Altman Z scores je jedan od najranijih modela koji je razvijen 1986. godine za potrebe predviđanja bankrotstva i to primarno proizvodnih kompanija. Najveća tačnost predviđanja ovog modela je jednu godinu pre apliciranja za stečaj – 95%, dok je za dve godine – 72%, tri – 48%, četiri – 29% i pet – 36%. Od svog nastanka ovaj model je imao više prilagođavanja i jedna od tih modifikacija je i Z" scores model koji se primenjuje na tržištima u razvoju. Ovaj model može da se primeni na proizvodnim i neproizvodnim kompanijama, i njegova formulacija je:

Z" scores = 3,25 + 6,56 (X1) + 3,26 (X2) + 6,72 (X3) + 1,05 (X4), gde je:

X1 = Neto obrtni kapital / Ukupna aktiva;

X2 = Neraspoređena dobit / Ukupna aktiva;

X3 = EBIT / Ukupna aktiva;

X4 = Knjigovodstvena vrednost sopstvenog kapitala / Ukupne obaveze.

Prema ovom modelu sigurna zona je Z" scores > 5,85, siva zona je u intervalu 3,75 – 5,85 i zona stečaja Z" scores < 3,75.

Po svojoj prirodi Altman Z" scores je MDA model (eng. *multivariate discriminant analysis models*) i prednosti ovog modela se ogledaju u njegovoj jednostavnosti. Pored ovog modela veliki broj studija koji se bavi predviđanjem finansijskih teškoća koristi logit model, dok najveću preciznost ima ANN model (eng. *artificial neural networks*). Kako primena ovih i drugih modela prevazilazi okvire ove disertacije, zainteresovani se upućuju na drugu literature.[18]

[18] Balcaen, S. & Ooghe, H. (2006). 35 Years of Studies on Business Failure: An Overview of the Classic Statistical Methodologies and their Related Problems. *The British Accounting Review*. Vol. 38, str. 63-93; Stanišić, N., Mizdraković, V. & Knežević, G. (2013). Corporate Bankruptcy Prediction in the Republic of Serbia. *Industrija*. Vol. 41, No. 4, str. 145-159.

Dobar krizni menadžment, pored blagovremene identifikacije finansijskih teškoća, mora da uključi i identifikaciju stvarnih uzroka koji su doveli do slabljenja finansijskog zdravlja. Poznavanje ovih uzroka je polazna tačka u formulisanju strategije rehabilitacije poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama. Više o ovoj problematici biće u delu disertacije koji sledi.

2.3. Izvori finansijskih teškoća

Brojni razlozi mogu dovesti do nastupanja finansijskih teškoća. Njihov doprinos slabljenju finansijskog zdravlja određen je vremenskim periodom i uzorkom na kome se sprovodi istraživanje. Karels & Prakash (1987: 575-577) sve faktore koji doprinose nastanku finansijskih teškoća dele u dve grupe: interni faktori i eksterni šokovi. Interni faktori se vezuju za slab menadžment (neblagovremeno preduzimanje aktivnosti koje treba da spreče loše performanse, neinovativnost, ulaganje u projekte sa negativnom neto sadašnjom vrednošću, loš menadžment ljudskim resursima i sl.). Eksterni šokovi uključuju dejstvo faktora iz makroekonomskog okruženja koji su izvan uticaja menadžmenta kompanije i tiču se: promena zakonske regulative, značajna pomeranja na tržištu radne snage i prirodne katastrofe. Ooghe & Waeyaert (2004) su razvili konceptualni model finansijskih teškoća koji sve faktore koji doprinose slabljenju finansijskog zdravlja svrstava u pet grupa:

- Opšte okruženje – Ekonomski, politički i socijalni faktori koji su povezani sa okruženjem u kome kompanija posluje (npr. kretanje deviznih kurseva, mere vlade i sl.);
- Neposredno okruženje – Faktori koji opredeljuju odnos kompanije sa dobavljačima, kupcima, konkurentima, bankama i drugim stejkholderima;
- Karakteristike menadžmenta i vlasnika;
- Korporativna politika;
- Karakteristike kompanije (veličina, zrelost tj. faza životnog ciklusa i pripadnost industriji), (citirano prema: Novak & Sajter, 2007: 2-3).[19]

17

[19] Ooghe, H. & Waeyaert, N. (2004). Oorzaken van faling: literatuuroverzicht en conceptueel Verklaringsmodel. *Economisch en Sociaal Tijdschrift*. Vol. 57, No. 4, str. 367–393.

Altman & Hotchkiss (2006: 13) uzroke finansijskih teškoća takođe dele na interne i eksterne. Interni se odnose na interne slabosti u organizaciji i menadžmentu kompanije, dok se eksterni vezuju za dejstvo faktora koji su izvan uticaja kompanije (hronično loše stanje grane u kojoj kompanija posluje, visoke kamatne stope, internacionalna konkurencija, visoka koncentracija i zrelost grane, pojava velikog broja novih konkurenata, deregulacija grane i sl.). Doprinos ovih faktora slabljenju finansijskog zdravlja i nastanku finansijskih teškoća se menjao sa protekom vremena. Deregulacija tržišta i pojava sve većih šokova u kretanju makroekonomskih tokova za posledicu su imali jačanje doprinosa egzogenih faktora i slabljenje uticaja endogenih faktora. Menadžment i dalje ostaje odgovoran za slabljenje finansijskog zdravlja kompanije jer on treba blagovremeno da anticipira uticaj ovih šokova na poslovanje i shodno tome preduzme korektivne akcije. Koliki je značaj menadžmenta za nastanak finansijskih teškoća govori i istraživanje Američke agencije Dun & Bradstreet koja je u publikaciji *The Failure Record* navela da loš menadžment doprinosi nastanku finansijskih teškoća u čak 90% kompanija, Altman & Hotchkiss (2006: 13).

Najveći broj istraživanja koji se bavi ispitivanjem uticaja eksternih i internih faktora na nastanak finansijskih teškoća koristi podatke o američkim kompanijama koje su aplicirale za stečaj ili u privatnim pregovorima sa poveriocima restrukturirala dugovanja. Sumarni pregled ovih istraživanja dat je u Tabeli 3.

Tabela 3. *Izvori finansijskih teškoća*

Autor(i)	Uzroci finansijskih teškoća
Jensen & Meckling (1976)	- Opšti pad privredne aktivnosti i loše stanje grane; - Loš menadžment;
Bibeault (1983)	- Loši makroekonomski uslovi poslovanja; - Promene u makroekonomskom okruženju; - Regulatorne restrikcije u delu dalje ekspanzije poslovanja; - Tehnološke promene;
Altman (1984)	- Loš menadžment;
John i dr. (1992)	- Recesija; - Jačanje internacionalne konkurencije; - Kreativno računovodstvo;
Opler & Titman (1994)	- Dejstvo egzogenih faktora (loše stanje u grani); - Loš menadžment;
Kaplan & Stein (1993)	- Endogeni faktori- loš ishod „buyout" aranžmana;
Asquish i dr. (1994)	- Loše performanse grane; - Visok nivo leveridža;
Denis & Denis (1995a)	- Loše performanse grane;
Andrade & Kaplan (1997)	- Nedovoljan novčani tok; - Visok finansijski leveridž;
Maksimovic & Philips (1998)	- U periodu recesije- predimenzionirani kapaciteti i nedovoljan novčani tok; - U periodu privredne ekspanzije- loša produktivnost i interne neefikasnosti;
Whitaker (1999)	- Loš menadžment;
Nwogugu (2004)	- Nepredvidivi makroekonomski šokovi;
Altman & Hotchkiss (2006)	- Interni- slab menadžment, slabe poslovne performanse, visok leveridž; - Eksterni- ekonomski šokovi, strukturne promene grane, deregulacija grane i prirodne katastrofe.

Izvor: Prikaz autora prilagođen prema Outecheva, 2007, str. 20-23

Platt & Platt (2008: 149-150) su na primeru kompanija koje posluju u Americi, Aziji i Evropi utvrdili da razlike u makroekonomskom okruženju ne dozvoljavaju definisanje univerzalnog modela koji bi opisao uzroke nastanka finansijskih teškoća, kao i da se definisanje ovakvog modela može vršiti samo na regionalnoj osnovi. U Americi kompanije sa značajnom visinom dugoročnih obaveza i visokim učešćem troškova kamata u ukupnim troškovima su imale veću verovatnoću suočavanja sa finansijskim teškoćama. Evropske kompanije u finansijskim teškoćama su imale poteškoće sa upošljavanjem obrtnog kapitala, sporim rastom i nedovoljnim poslovnim leveridžom. U Aziji su faktori iz makroekonomskog okruženja imali veći doprinos u pojavi finansijskih teškoća od ostalih faktora.

Empirijska istraživanja koja se bave finansijskim teškoćama na primeru kompanija koje su aplicirale za stečaj na prostoru evropskih zemalja u tranziciji gotovo da ne postoje. Većina ovih istraživanja se bazira na analizama slučaja, konceptualnim okvirom u kome se sprovodi stečaj, uticajem stečajne regulative na opšte zdravlje privrede i predviđanjem stečaja. Jedno od istraživanja koje je sprovedeno na primeru tranzicionih zemalja je istraživanje autora Lízal (2002). Lízal je istraživanjem čeških kompanija koje su se suočavale sa finansijskim teškoćama u periodu 1993. – 1999. utvrdio da ulazak kompanije u finansijske teškoće ne može direktno da se dovede u vezu sa menadžmentom i vlasništvom, kao i da najveći doprinos nastupanju finansijskih teškoća ima primenjeni metod privatizacije. Kompanije koje su privatizovane modelom vaučerske privatizacije su imale veću verovatnoću ulaska u stečaj od kompanija koje su primenile druge modele privatizacije. Vaučerska privatizacija je za posledicu imala lošije mehanizme korporativnog upravljanja, a koji su doprineli da se češke kompanije suoče sa finansijskim teškoćama i apliciraju za stečaj, Lízal (2002: 42). Novak & Sajter (2007: 12-16) su ispitivanjem 24 stečajnog upravnika i 17 stečajnih sudija utvrdili da su eksterni faktori najčešći razlog ulaska hrvatskih kompanija u finansijske teškoće. Prema mišljenju ovih autora, uticaj „kratkovidog mentalnog sklopa" vlasnika i menadžmenta hrvatskih kompanija je takođe doprineo nastanku finansijskih teškoća u Republici Hrvatskoj. Vlasnici i menadžment su vođeni ličnim interesima doprineli da se hrvatske kompanije suoče sa finansijskim teškoćama. Za Republiku Srbiju Stanišić i dr. (2013: 154) su na primeru 102 kompanije, od čega je 51 kompanija bila u stečaju 2011. godine, utvrdili da veći broj zaposlenih povećava rizik apliciranja kompanije za stečaj.

Kvalitativnom analizom podataka koji su navedeni u usvojenim planovima reorganizacije srpskih kompanija koje su ušle u uzorak za istraživanje je utvrđeno da sledeći faktori najčešće dovode do finansijskih teškoća: pad obima poslovanja, visok nivo finansijskog leveridža i značajna investiciona ulaganja. Iako se doprinos ovih faktora slabljenju finansijskog zdravlja ne može poreći, prema mišljenju autora loš krizni menadžment, netransparentnost poslovanja, nedovoljno poverenje između rukovodstva kompanija i ključnih stejkholdera i slaba kontrola poslovanja kompanija od strane ključnih poverilaca, su takođe imali značajan uticaj na masovno apliciranje kompanija za stečaj nakon 2008. godine. Još jedan od problema karakterističan za srpske kompanije je čest ulazak menadžmenta i vlasnika u visoko rizične poslove motivisane

kratkoročnom zaradom bez prethodnog sagledavanja uticaja ovih poslova na dugoročni rast vrednosti kompanije. Ovo je pogotovo prisutno kada se kompanije počnu suočavati sa ozbiljnim gepovima u likvidnosti koji ne mogu da se pokriju iz redovnog poslovanja, a banke obustave dalje finansiranje ovih kompanija. U velikom broju slučajeva ovi poslovi obezbeđuju likvidnost na kratak rok, ali uz cenu koja ugrožava profitabilnost, likvidnost i solventnost na dug rok. Sa druge strane, komercijalni poverioci (dobavljači) imaju nedovoljan interes da prate poslovanje poslovnih partnera i isti su često ekonomski i/ili vlasnički povezani sa stečajnim dužnikom. Banke, zbog velikog uticaja konkurencije na bankarskom tržištu i nemogućnosti da plasiraju dodatna sredstava, vode nerestriktivnu kreditnu politiku, a praćenje datih plasmana stavljaju u drugi plan u odnosu na kreditnu ekspanziju. Prema podacima Sveske banke,[20] Republika Srbija je druga zemlja na Zapadnom Balkanu po veličini nenaplativih kredita, a što potencijalno ukazuje na postojanje značajne kreditne ekspanzije u prošlosti koja nije bila praćena efikasnom ocenom kreditnog rizika. Više o ovoj problematici biće u petom poglavlju disertacije.

2.4. Ključni aspekti reorganizacije u stečaju

Reorganizacija je formalan sudski postupak u kome se usvaja plan reorganizacije koji za cilj ima sledeće: 1) preuređenje odnosa između dužnika i njegovih poverilaca; 2) definisanje skupa mera čijom primenom treba omogućiti rehabilitaciju poslovanja stečajnog dužnika i/ili likvidaciju njegove imovine, i 3) obezbeđivanje većeg stepena naplate potraživanja poverilaca u odnosu na bankrotstvo. Razumevanje koncepta stečajne reorganizacije i njenog uticaja na mehanizme korporativnog upravljanja zahteva prethodno pozvanje: subjekata stečaja, organa stečajnog postupaka, koncepta lične uprave, mera reorganizacije i faktora koji opredeljuju mogućnost uspešnog sprovođenja usvojenog plana reorganizacije. Za stečajnu reorganizaciju vezuju se i određene specifičnosti koje se tiču vođenja investicione politike i vrednovanja imovine stečajnih dužnika, a koje mogu da utiču na ishod stečaja.

[20] Izveštaj Svetske banke: World Bank Group-Serbia Partnership Program Snapshot. April 2015. World Bank. Dostupno na: https://www.worldbank.org/content/dam/ Worldbank/document/eca/Serbia-Snapshot.pdf. [Pristupljeno 14.09.2015.].

2.4.1. Subjekti stečaja

Postupak stečaja je sudski postupak koji se sprovodi uz postojanje sledećih subjekata: stečajnog suda, stranaka (dužnika i poverilaca) i trećih lica.[21]

Stečajni sud

U članu 15. i članu 16. Zakona o stečaju se navodi da stečajni postupak sprovodi sud određen zakonom kojim se uređuje nadležnost sudova i to predstavlja stvarnu nadležnost sudova, dok je mesno nadležan sud na čijem području je sedište stečajnog dužnika. Zakon o uređenju sudova[22] u članu 25. tačka 4. navodi da su Privredni sudovi prvostepeni sudovi koji su nadležni za vođenje postupaka reorganizacije, sudske i dobrovoljne likvidacije i stečaja. U slučaju stečajeva sa elementima inostranosti, Zakon o stečaju u članu 174a navodi da je sud Republike Srbije isključivo nadležan za pokretanje, otvaranje i sprovođenje stečajnog postupka protiv stečajnog dužnika čije je središte glavnih interesa na teritoriji Republike Srbije. Zakon o stečaju definiše središte glavnih interesa kao mesto odakle dužnik redovno upravlja svojim interesima i koje je kao takvo prepoznato od strane trećih lica. U nedostatku suprotnog dokaza pretpostavlja se da stečajni dužnik ima središte glavnih interesa u mestu gde je njegovo registrovano sedište.

U skladu sa članom 5. Zakona o sedištima i područjima sudova i javnih tužilaštava,[23] u Republici Srbiji postoji šesnaest privrednih sudova koji su nadležni za sprovođenje postupaka stečaja i likvidacije. Prema informacijama sa portala Privrednih sudova, broj sudija kojima raspolaže svaki od njih se kreće od 3 do 65. U pojedinim privrednim sudovima sudije nisu specijalizovane, odnosno pored stečajnih predmeta oni vode i ostale predmete koji su u nadležnosti privrednog suda, dok u nekim sudovima je izvršena specijalizacija u smislu da samo jedan ili nekoliko sudija isključivo vodi stečajne predmete. Prema zvaničnim podacima

---

[21] Deo dokumentacije koji se bavi subjektima stečaja i organima stečajnog postupka preuzet je iz: Ilić-Popov, G., editor (2006). *Priručnik za stečajne upravnike*. Beograd: Agencija za licenciranje stečajnih upravnika: Intermex, str. 164-184. i Slijepčević, D.B. & Spasić, S. (2006). *Komentar Zakona o stečajnom postupku*. Beograd: CES MECON, str. 112-145.

[22] Zakon o uređenju sudova ("Sl. glasnik RS", br. 116/2008, 104/2009, 101/2010, 31/2011 - dr. zakon, 78/2011 - dr. zakon, 101/2011, 101/2013 i 40/2015 - dr. zakon).

[23] Zakon o sedištima i područjima sudova i javnih tužilaštava ("Sl. glasnik RS", br. 101/2013).

Agencije za licenciranje stečajnih upravnika, zaključno sa 02.10.2015. ukupno je bilo 2.047 aktivnih stečajnih postupaka, dok je od 01.01.2005. godine do 02.10.2015. ukupno pokrenuto na teritoriji Republike Srbije 5.641 stečajnih postupaka. Od ukupno pokrenutih stečajnih postupaka na teritoriju Beograda se odnosi 1.553 postupaka (27,5%). Iz navedenih statistika se može zaključiti da postoji značajna opterećenost privrednih sudova i velika koncentracija stečajeva na teritoriji Beograda. Striktno poštovanje načela hitnosti ne omogućava odlaganje stečajnog postupka, ali ostaje pitanje kvaliteta vođenja samog postupka stečaja, više o ovome u delu četiri disertacije. Detalji vezani za raspored pokrenutih stečajnih postupaka po nadležnim sudovima su prikazani u Tabeli 4.

Tabela 4. *Stečajni postupci vođeni u Republici Srbiji za period 01.01.2005. – 02.10.2015.*

Privredni sud	Pokrenuti	%	Zaključeni	%	Obustavljeni	%	Aktivni	%
Beograd	1.553	27,5	821	26,9	176	32,4	556	27,2
Valjevo	417	7,4	278	9,1	34	6,3	105	5,1
Zaječar	196	3,5	94	3,1	18	3,3	84	4,1
Zrenjanin	142	2,5	70	2,3	20	3,7	52	2,5
Kragujevac	418	7,4	248	8,1	45	8,3	125	6,1
Kraljevo	243	4,3	125	4,1	23	4,2	95	4,6
Leskovac	180	3,2	42	1,4	19	3,5	119	5,8
Niš	463	8,2	252	8,3	27	5,0	184	9,0
Novi Sad	463	8,2	267	8,8	38	7,0	158	7,7
Pančevo	192	3,4	75	2,5	11	2,0	106	5,2
Požarevac	170	3,0	96	3,1	11	2,0	63	3,1
Sombor	163	2,9	62	2,0	20	3,7	81	4,0
Sremska Mitrovica	185	3,3	90	3,0	10	1,8	85	4,2
Subotica	364	6,5	228	7,5	30	5,5	106	5,2
Užice	219	3,9	142	4,7	18	3,3	59	2,9
Čačak	273	4,8	160	5,2	44	8,1	69	3,4
Ukupno	**5.641**	**100**	**3.050**	**100**	**544**	**100**	**2.047**	**100**

Izvor: Agencija za licenciranje stečajnih upravnika. Statistika stečajnih postupaka. Broj predmeta po privrednim sudovima- stanje na dan 02.10.2015.

Stranke

Stranke su lica koja su u predlogu za pokretanje stečajnog postupka označena kao stranke u postupku, pre svega to su stečajni dužnik i poverioci. Zakon o stečaju u članu 51. navodi da stečajni dužnik stiče svojstvo stranke podnošenjem predloga za pokretanje stečajnog postupka, dok poverioci stiču svojstvo stranke podnošenjem prijave potraživanja. Pored stečajnog dužnika i poverilaca, javni tužilac može takođe imati svojstvo stranke ukoliko u svoje ime

podnese predlog za pokretanje stečaja, ali pod uslovom da učini verovatnim insolventnost dužnika, kao i da postoji osnovana sumnja da su odgovorna lica stečajnog dužnika povezana sa izvršenjem krivičnih dela, Ilić (2006: 165).

Stečajni dužnik

Zakon o stečaju na posredan način definiše stečajnog dužnika. U članu 1. ovog zakona se navodi da on reguliše uslove, način pokretanja i sprovođenje stečaja nad pravnim licima. Iz navedenog se može zaključiti da se odredbe Zakona o stečaju ne primenjuju na preduzetnike nego samo na pravna lica. Zakon o stečajnom postupku je predviđao ovu mogućnost pošto i preduzetnici obavljaju delatnost radi sticanja dobiti i mogu biti insolventni, ili se suočiti sa pretećom insolventnošću. Prema mišljenju autora, razlozi izmene stečajne regulative, odnosno ukidanja mogućnosti sprovođenja stečaja nad preduzetnicima uz primenu odredbi Zakona o stečaju, ogledaju se u nameri zakonodavca da rastereti sudove vođenja stečajeva male vrednosti prema složenim procedurama koje predviđa ovaj zakon. Sa druge strane, ovakav tretman preduzetnika je suprotan načelu jednakog tretmana svih subjekata prava pred zakonom i ima negativan uticaj na pravnu sigurnost, Ilić (2006: 112). U članu 14. Zakona o stečaju navodi da se njegove odredbe ne primenjuju na: banke i osiguravajuća društva; Republiku Srbiju; autonomne pokrajine i jedinice lokalne samouprave; fondove ili organizacije obaveznog penzijskog, invalidskog, socijalnog i zdravstvenog osiguranja; pravna lica čiji je osnivač Republika Srbija, autonomna pokrajina ili jedinica lokalne samouprave; Narodnu banku Srbije, i Centralni registar, depo i kliring.

Poverioci

Pojam poverilaca treba da uključi sve one subjekte koji na dan otvaranja stečaja imaju prema stečajnom dužniku nenaplaćena potraživanja. Iako poverioci prema stečajnom dužniku mogu imati različita potraživanja koja proističu iz brojnih poslovnih odnosa, sve ove poverioce Zakon o stečaju svrstava u tri grupe: stečajne, razlučne i izlučne. Svaka od navedenih grupa poverilaca ima različit tretman, redosled namirenja iz imovine stečajnog dužnika, odnosno drugačiji položaj u stečajnom postupku koji se ogleda u tome da poverioci nižeg isplatnog reda se mogu namiriti pošto se namire poverioci višeg isplatnog reda.

Član 48. Zakona o stečaju definiše stečajne poverioce kao lica koja na dan pokretanja stečajnog postupka imaju neobezbeđeno potraživanje prema stečajnom dužniku. Zbog činjenice da potraživanja stečajnih poverilaca nisu obezbeđena, ovi poverioci imaju karakter neprivilegovanih poverilaca i shodno tome pravo na srazmerno namirenje potraživanja u stečajnom postupku. Razlučni poverilac je lice koji na dan pokretanja stečajnog postupka ima novčano potraživanje obezbeđeno imovinom u vlasništvu stečajnog dužnika. Razlučni poverioci imaju pravo prvenstva namirenja iz određenog dela imovine stečajnog dužnika na kome imaju uspostavljeno založno pravo. Postoje dve osnovne vrste založnog prava: zaloga na pokretnim stvarima (ručna zaloga), i zaloga na nepokretnim stvarima (hipoteka). Uslov za priznavanje razlučnog prava je da je isto stečeno najkasnije 60 dana pre pokretanja stečajnog postupka, kao i da je upisano u odgovarajuće javne registre. Ukoliko je razlučno pravo stečeno kasnije, isto se po sili zakona gasi pokretanjem stečajnog postupka, a njegov imalac se smatra stečajnim poveriocem. Izlučni poverilac je lice koje na osnovu svog stvarnog ili ličnog prava ima ovlašćenja da traži od stečajnog upravnika da se određena stvar izdvoji iz stečajne mase. Ovi poverioci imaju karakter obezbeđenih poverilaca i njihovo obezbeđenje počiva na stvarnom pravu (pravu svojine, državine, stvarnim ili ličnim službenostima), ili ličnom pravu. Kako izlučni poverioci mogu zahtevati izlučenje stvari iz stečajne mase, njihov položaj je najmanje pogođen stečajem dužnika u poređenju sa ostalim poveriocima. Pored napred navedenih poverilaca, postoje i založni poverioci koji nemaju potraživanja od stečajnog dužnika, ali imaju uspostavljeno založno pravo na njegovoj imovini. Zbog činjenice da založni poverioci nisu poverioci stečajnog dužnika, oni nemaju ni pravo glasa u slučaju reorganizacije stečajnog dužnika, niti mogu biti izabrani u odbor poverilaca i skupštinu poverilaca.

Treća lica

U stečajnom postupku mogu učestvovati pored stranaka i ostala lica koja imaju pravni interes da učestvuju u stečaju kao što su solidarni dužnik i jemac. Zbog činjenice da ovi poverioci od stečajnog dužnika imaju samo sporedna potraživanja, naplatu ovih potraživanja od stečajnog dužnika oni realizuju kao stečajni poverioci.

2.4.2. Stečajni organi

Stečajni organi vode stečajni postupak ili preduzimaju procesne radnje koje su neophodne da bi se stečajni postupak sproveo. Organi stečaja mogu biti: sudski, poverilački i dužnički. Sudski organi presuđuju u stečaju, poverilački se staraju o zaštiti interesa poverilaca, dok se dužnički staraju o zaštiti interesa dužnika. Formiranje pojedinih organa u stečaju određeno je zakonskim rešenjima koje primenjuje konkretna zemlja. Zakon o stečaju u članu 17. predviđa formiranje sledećih organa stečaja: stečajnog sudije, stečajnog upravnika, skupštine poverilaca i odbora poverilaca. Zakon predviđa formiranje sva četiri navedena stečajna organa u slučaju da se stečaj sprovodi podnošenjem plana reorganizacije nakon otvaranja stečajnog postupka. Ukoliko se stečaj sprovodi u skladu sa unapred pripremljenim planom reorganizacije Zakon o stečaju ne predviđa mogućnost formiranja odbora poverilaca niti skupštine poverilaca, ali i ne zabranjuje formiranje ovih organa u toku stečajnog postupka. Postojeća praksa stečajeva koji se sprovode u skladu sa unapred pripremljenim planovima reorganizacije uključuje postojanje stečajnog sudije i privremenog stečajnog upravnika koji se najčešće imenuje u prethodnom stečajnom postupku.

Razumevanje uloge stečajnih organa je neophodno jer oni imaju uticaj na tok postupka stečaja i mogu da opredele njegovu efikasnost. Pored navedenog oni su eksterni mehanizmi korporativnog upravljanja u kompanijama koje se suočavaju sa finansijskim teškoćama. Zbog navedenog, ukratko će se izložiti njihova uloga u stečajnom postupku.

Stečajni sudija

Osnovna uloga stečajnog sudije je da vodi stečajni postupak i nadzire rad stečajnog upravnika. U okviru delokruga svog rada on ima sledeće funkcije:

- Funkcija odlučivanja – Stečajni sudija donosi odluke iz delokruga svoga rada i to: odluku o pokretanju prethodnog stečajnog postupka; utvrđuje postojanje stečajnog razloga i odlučuje o otvaranju stečajnog postupka; imenuje i razrešava stečajnog upravnika; odobrava troškove stečajnog postupka i obaveze stečajne mase pre njihove isplate; određuje iznos preliminarne i konačne naknade troškova i nagrade stečajnog upravnika i privremenog stečajnog upravnika; odlučuje o primedbama na

radnje stečajnog upravnika; razmatra predlog plana reorganizacije i održava ročište za razmatranje predloga plana reorganizacije, ili odbacuje predlog plana reorganizacije; potvrđuje usvajanje plana reorganizacije, ili konstatuje da plan reorganizacije nije usvojen; donosi rešenje o glavnoj deobi stečajne mase, ali i druge odluke iz njegovog domena, član 18. Zakona o stečaju.

- Procesna funkcija – Stečajni sudija vodi postupak stečaja i stara se o ispunjenosti materijalno-pravnih i procesno-pravnih aspekata stečaja.
- Ispitna funkcija – Stečajni sudija sa stečajnim upravnikom ispituje postojanje i visinu potraživanja poverilaca koja su prijavljena u stečaju.
- Nadzorna funkcija – Stečajni sudija nadzire rad stečajnog upravnika u toku postupka stečaja i analizira njegovu sposobnost da vodi poslovanje stečajnog dužnika u toku stečajnog postupka.

Zakonodavstvo Republike Srbije predviđa krivičnopravnu i disciplinsku odgovornost stečajnih sudija za radnje koje preduzimaju, odnosno za propuštanje preduzimanja radnji koje su bili dužni da preduzmu. U ovom kontekstu, Zakon o stečaju ne predviđa posebnu odgovornost sudija nego oni za svoj rad odgovaraju saglasno odredbama o odgovornosti sudija sadržanim u Krivičnom zakoniku[24] i Zakonu o sudijama.[25]

Stečajni upravnik

Stečajni upravnik je fizičko lice koje vodi poslove i zastupa stečajnog dužnika u toku postupka stečaja. On može biti i ovlašćeni predlagač plana reorganizacije koji se podnosi sudu nakon otvaranja stečaja, dok u slučaju njegovog imenovanja u stečajnom postupku koji se sprovodi u skladu sa unapred pripremljenim planom reorganizacije, ovlašćenja i poslove koje će obavljati privremeni stečajni upravnik određuje stečajni sudija rešenjem o njegovom imenovanju.

[24] Krivični zakon ("Sl. glasnik RS", br. 85/2005, 88/2005- ispr., 107/2005- ispr., 72/2009, 111/2009, 121/2012, 104/2013 i 108/2014).

[25] Zakon o sudijama ("Sl. glasnik RS", br. 116/2008, 58/2009 - odluka US, 104/2009, 101/2010, 8/2012- odluka US, 121/2012, 124/2012- odluka US, 101/2013, 111/2014 - odluka US, 117/2014, 40/2015 i 63/2015- odluka US).

Uloga stečajnog upravnika je dvostruka. On na prvom mestu treba da štiti interese stečajnog dužnika, a to pretpostavlja da poslovanje stečajnog dužnika vodi sa pažnjom dobrog stručnjaka i privrednika, kao i da se stara o njegovoj imovini na što bolji način. Pored navedenog, stečajni upravnik je i pomoćni organ suda koji treba da obezbedi zakonitost stečajnog postupka. Funkcije koje ima stečajni upravnik se mogu podeliti u sledeće grupe:

- Imovinska – On je dužan da zaštiti imovinu stečajnog dužnika, a u pojedinim situacijama i da je zapleni. Stečajni upravnik treba da spreči neovlašćeni prenos imovine trećim licima nakon otvaranja stečaja, kao i da osigura imovinu stečajnog dužnika. Pored navedenih poslova, imovinska funkcija uključuje i sledeće radnje: popis imovine stečajnog dužnika, utvrđivanje vrednosti potraživanja stečajnih poverilaca, izveštavanje stečajnog sudije i odbora poverilaca o finansijskom stanju stečajnog dužnika i stanju njegove imovine, preduzima radnje radi unovčavanja imovine stečajnog dužnika i namirivanje potraživanja poverilaca iz stečajne mase.
- Poslovodstvena i zastupnička – Stečajni upravnik zastupa stečajnog dužnika u toku postupka stečaja sa pažnjom dobrog privrednika, a što pretpostavlja završavanje poslova koji su započeti, ali i zaključivanje novih ugovora koji treba da spreče nastanak štete na dužnikovoj imovini. Zaključivanje ugovora i drugih pravnih poslova se vrši u ime i za račun stečajnog dužnika. Stečajni upravnik može da se zadužuje u postupku stečaja, ali mu je za to potrebna prethodna saglasnost stečajnog sudije.
- Procesna – Stečajni upravnik preduzima procesne radnje u stečajnom postupku kao što su sastavljanje plana toka stečajnog postupka, plana reorganizacije, izrađuje nacrt rešenja za glavnu deobu, saziva odbor poverilaca i druge radnje predviđene zakonom.

Stečajnog upravnika imenuje stečajni sudija rešenjem o otvaranju stečajnog postupka. Stečajni sudija može da imenuje i privremenog stečajnog upravnika u prethodnom postupku stečaja, kada on predstavlja meru obezbeđenja. U toj situaciji, privremeni stečajni upravnik može preuzeti sva, ili deo ovlašćenja organa stečajnog dužnika. Ukoliko je izrečena mera obezbeđenja zabrane raspolaganja imovinom, ovlašćenje raspolaganja imovinom stečajnog dužnika prelaze na privremenog stečajnog upravnika koji je dužan da zaštiti i održava imovinu

stečajnog dužnika, kao i da nastavi sa vođenjem poslova stečajnog dužnika sve do donošenja rešenja o otvaranju stečajnog postupka, član 66. Zakona o stečaju.

Izbor stečajnog upravnika se vrši metodom slučajnog odabira sa liste aktivnih stečajnih upravnika za područje nadležnog suda. Iako ovaj metod izbora stečajnih upravnika nudi nepristrasnost, njegovi nedostaci se ogledaju u tome da u kompleksnim stečajnim predmetima mogu biti izabrani stečajni upravnici sa manje iskustva, a što može opredeliti ishod stečaja i značajno produžiti i poskupeti stečajni postupak. Stečajni upravnik mora da ima licencu za rad koju izdaje Agencija za licenciranje stečajnih upravnika. Licenca se izdaje na period od tri godine nakon čega se mora obnoviti. Pored navedenog, Zakon o stečaju u članu 21. navodi da za stečajnog upravnika ne mogu biti imenovana sledeća lica:

- Lice koje je bilo u pritvoru ili protiv koga je po službenoj dužnosti pokrenut krivični postupak, kao i lice koje je pravnosnažno osuđeno za krivično delo;
- Srodnik stečajnog sudije, direktora, vlasnika ili člana organa upravljanja stečajnog dužnika, ili lica povezanog sa stečajnim dužnikom;
- Solidarni dužnik sa stečajnim dužnikom, ili licem povezanim sa stečajnim dužnikom;
- Lice koje je bilo direktor, vlasnik ili član organa upravljanja ili nadzornog organa stečajnog dužnika, ili lica povezanog sa stečajnim dužnikom;
- Lice koje je bilo zaposleno kod stečajnog dužnika ili lica povezanog sa stečajnim dužnikom dve godine pre otvaranja stečajnog postupka;
- Poverilac stečajnog dužnika ili lica povezanog sa stečajnim dužnikom, ili je kod takvog lica bilo zaposleno u poslednjih šest meseci pre otvaranja stečajnog postupka;
- Dužnik stečajnog dužnika, ili lica povezanog sa stečajnim dužnikom, ili je kod takvog lica bilo zaposleno u poslednjih šest meseci pre otvaranja stečajnog postupka;
- Preduzetnik koji se bavi delatnošću koja je konkurentska delatnosti stečajnog dužnika, lice zaposleno kod tog preduzetnika, kao i lice koje bi imenovanjem za stečajnog upravnika bilo u sukobu interesa u odnosu na stečajnog dužnika;

- Lice koje je radilo kao savetnik stečajnog dužnika ili lica povezanog sa stečajnim dužnikom, ili je u poslovnim vezama sa stečajnim dužnikom ili licem povezanim sa stečajnim dužnikom u poslednje dve godine pre otvaranja stečajnog postupka.

Gore navedena ograničenja u imenovanju stečajnog upravnika treba da spreče pristrasnost stečajnog upravnika sa strankama stečaja, ali i sa stečajnim sudijom. Ona se primenjuju i na privremenog stečajnog upravnika koji je imenovan u prethodnom stečajnom postupku.

Stečajni upravnik ima status službenog lica i stručni nadzor nad njegovim radom vrši Agencija za licenciranje stečajnih upravnika. U slučaju da Agencija utvrdi postojanje propusta u radu stečajnog upravnika, ista može izreći neku od sledećih mera: opomenu, javnu opomenu, novčanu kaznu i oduzimanje licence. Ukoliko stečajni upravnik u stečaju izvrši radnju koja se smatra krivičnim delom, nastupa njegova krivična odgovornost. Imajući u vidu da stečajni upravnik ima status službenog lica, radnje koje čine krivično delo se smatraju radnjama preduzetim od strane službenog lica, a samo krivično delo može imati karakteristike krivičnog dela protiv službene dužnosti. Ova vrsta odgovornosti utvrđuje se u krivičnom postupku pred nadležnim sudom. Nadzor rada stečajnih upravnika od strane Agencije za licenciranje stečajnih upravnika i uvođenje njihove krivične odgovornosti treba da spreče moguće zloupotrebe službenog položaja od strane lica imenovanih za stečajne upravnike.

Skupština poverilaca

Skupština poverilaca je najviši zborni organ poverilaca koja se formira na prvom poverilačkom ročištu. Skupštinu čine svi stečajni poverioci, dok razlučni poverilac može biti član skupštine ukoliko učini verovatnim da ne može naplatiti svoje potraživanje u celosti iz imovine na kojoj ima uspostavljeno založno pravo. Procenu osnova i visine potraživanja razlučnom poveriocu, a za koje se on javlja kao stečajni poverilac, vrši stečajni sudija i ta procena se radi pre svake sednice. Uslov za formiranje skupštine poverilaca je da u stečajnom postupku postoji ne manje od pet poverilaca, a ukoliko ima manje od pet poverilaca skupština poverilaca ima položaj odbora poverilaca. Svaki poverilac ima broj glasova koji je srazmeran visini potraživanja, dok razlučni poverilac ima broj glasova koji odgovara visini utvrđenog neobezbeđenog potraživanja. Odlučivanje na skupštini je dvotrećinskom većinom glasova

prisutnih poverilaca, osim u slučaju odlučivanja o bankrotstvu kada se zahteva saglasnost poverilaca čija potraživanja iznose 70% ukupnih potraživanja stečajnih poverilaca. Skupština ima sledeće tri funkcije:

- Odlučivanje o toku stečaja (pre svega da li da stečaj ide u pravcu reorganizacije ili bankrotstva);
- Kadrovska koja se ogleda u izboru i razrešavanju članova odbora poverilaca;
- Nadzorna koja uključuje razmatranje izveštaja stečajnog upravnika i odbora poverilaca.

Odbor poverilaca

Odbor poverilaca je obavezni stečajni organ koga bira i razrešava skupština poverilaca, ili stečajni sudija ukoliko oceni da član odbora ne ispunjava obaveze koje zakon predviđa. Odbor poverilaca se formira na prvoj sednici ili prvom poverilačko ročištu. Članovi odbora poverilaca mogu biti samo stečajni poverioci, dok poverioci koji su istovremeno zaposleni ili bivši zaposleni kod stečajnog dužnika ne mogu imati više od jednog člana u odboru poverilaca. Broj članova odbora poverilaca mora biti neparan i ne može biti veći od devet. Ukoliko se na prvom poverilačkom ročištu ne formira odbor poverilaca, njegovu dužnost vršiće pet poverilaca (osim lica povezanih sa stečajnim dužnikom), a čija su pojedinačna neobezbeđena potraživanja najveća prema pregledu potraživanja koji je formiran za potrebe glasanja na prvom poverilačkom ročištu. Sednici odbora poverilaca može prisustvovati stečajni upravnik ukoliko je isti pozvan na sednicu, ali on ne glasa na sednici. Stečajnom sudiji je zabranjeno da prisustvuje sednicama odbora poverilaca. Radom odbora poverilaca rukovodi predsednik odbora poverilaca koji je izabran od strane članova odbora poverilaca. Predsednik odbora poverilaca zakazuje sednice odbora poverilaca. Shodno članu 39. Zakona o stečaju, odluka odbora poverilaca se smatra donetom kada je za tu odluku glasalo više od polovine svih članova odbora poverilaca. U slučaju jednakog broja glasova odlučujući glas je glas predsednika odbora poverilaca.

U svom delokrugu rada odbor poverilaca ima sledeće tri funkcije:

- Zaštitna koja se ogleda u zaštiti interesa poverilaca u stečaju;
- Savetodavna koja pretpostavlja da odbor poverilaca daje mišljenje stečajnom upravniku o načinu unovčenja imovine stečajnog dužnika i nastavku započetih poslova stečajnog dužnika;
- Nadzorna koja uključuje nadzor rada stečajnog sudije i stečajnog upravnika i to kroz pregledanje spisa koji su doneti u stečajnom postupku.

Odbor poverilaca, shodno članu 41. Zakona o stečaju, ima sledeća prava u toku postupka stečaja:

- Pravo na podnošenje pismenih primedbi stečajnom sudiji na rad stečajnog upravnika;
- Pravo podnošenja žalbi na rešenja stečajnog sudije u situaciji kada je žalba dozvoljena;
- Mogućnost uvida u zapisnike, nalaze veštaka i druga akta u stečajnom predmetu;
- Davanje mišljenja o priznavanju opravdanih manjkova utvrđenih prilikom inventarisanja;
- Predlaganje razrešenja postojećeg stečajnog upravnika, i predlog na imenovanje novog stečajnog upravnika;
- Izjašnjavanje o visini konačne nagrade stečajnom upravniku.

Za svoj rad odbor poverilaca odgovara isključivo skupštini poverilaca koja ga je i imenovala, a troškove nastale u postupku obavljanja gore navedenih funkcija snose sami članovi odbora poverilaca.

Ostali organi stečaja

Poslednjih godina u praksi stečajnih reorganizacija sve je veći broj planova reorganizacije koji predviđaju formiranje odbora poverilaca ili drugog nadzornog tela čija je osnovna funkcija nadzor nad sprovođenjem usvojenih planova reorganizacije. Ovo telo ima karakter stečajnog organa, ali se njegove funkcije ne poklapaju sa odborom poverilaca koji se formira u toku postupka stečaja. Na odbor poverilaca se može preneti i deo ovlašćenja koja shodno Zakonu o privrednim društvima ima direktor ili skupština društva. Zbog činjenice da ova tela imaju nadzornu funkciju, a u pojedinim slučajevima i upravljačku funkciju, ona dobijaju karakter

eksternih mehanizama korporativnog upravljanja u kompanijama u finansijskim teškoćama. U ovom momentu Zakon o privrednim društvima izričito ne pominje formiranje ovakvih tela kao organa upravljanja u privrednim društvima. U cilju obezbeđivanja veće pravne izvesnosti, potrebne su izmene postojećeg Zakona o privrednim društvima i njegovo usklađivanje sa stečajnom praksom.

2.4.3. Lična uprava stečajnih dužnika

Koncept lične uprave u Republici Srbiji prvi put je predstavljen Zakonom o stečajnom postupku i isključivo se primenjivao na preduzetnike. Ovaj koncept nije zaživeo u praksi i važeći Zakon o stečaju ne predviđa ličnu upravu kao zakonsko rešenje. Koncept lične uprave ima dva domena primene: personalni (subjektivni) i materijalni (proceduralni), Radović (2009: 249-250). Personalni domen lične uprave određuje na koga se ovaj koncept primenjuje tj. da li je dostupan svim stečajnim dužnicima, ili samo određenim kategorijama. Ličnu upravu u stečaju bi trebalo dozvoliti svim stečajnim dužnicima jer su uslovi njene primene i ciljevi jednaki za sve dužnike. Materijalni domen primene lične uprave treba da odredi u kom postupku se lična uprava dozvoljava (reorganizaciji, bankrotstvu, ili u oba postupka). Prilikom izbora domena primene lične uprave zakonodavac mora da uvažava privredni i institucionalni ambijent u kome će se ovaj koncept primenjivati. Zbog činjenice da ovaj koncept može da doprinese smanjenju troškova stečaja i spreči smanjenje vrednosti stečajnog dužnika u toku stečajnog postupka, u delu rada koji sledi izložiće se: koncepti lične uprave koji se primenjuju u Americi i Nemačkoj (zemljama sa razvijenom stečajnom praksom), i osnovne pretpostavke za uvođenje ovog koncepta u Republici Srbiji.

2.4.3.1. Sistem lične uprave u Sjedinjenim Američkim Državama i Nemačkoj

U Americi sistem lične uprave je poznat kao dužnik u posedu (eng. *debtor in possession-DIP)* i pretpostavlja da nakon što kompanija aplicira za stečaj postojeća uprava nastavlja da vodi poslovanje stečajnog dužnika uz poštovanje pravila koje predviđa federalna stečajna regulativa (eng. *Federal Rules of Bankruptcy Procedure*). Lična uprava se dozvoljava samo u slučaju reorganizacije, odnosno ukoliko se stečaj sprovodi primenom Poglavlja 11 (eng. *Chapter 11*). Lična uprava nije dozvoljena u slučaju bankrotstva tj. primene Poglavlja 7 (eng.

Chapter 7). Lična uprava u slučaju reorganizacije je pravilo i samo u retkim situacijama stečajni sudija može imenovati stečajnog upravnika u ovom postupku. Koncept lične uprave uvodi dvostruku ulogu za menadžment kompanije: ulogu upravljanja dužnikom u stečajnom postupku i ulogu stečajnog upravnika. Prava i obaveze uprave, koja nastavlja da vodi poslovanje stečajnog dužnika, u svemu su izjednačena sa pravima i obavezama stečajnog upravnika. Na ovaj način se sprečava uništavanje vrednosti stečajnog dužnika i moguće zloupotrebe službenog položaja od strane lica koja vode poslovanje stečajnog dužnika u toku stečajnog postupka. U toku lične uprave menadžment kompanije ne sme da vrši prenos (otuđenje) imovine stečajnog dužnika, osim ukoliko je takvo otuđenje imovine sastavni deo redovnog poslovanja (npr. odliv novčanih sredstava za plaćanje tekućih obaveza prema dobavljačima). Pored navedenog, u toku trajanja lične uprave menadžment ne može da polaže depozit kao obezbeđenje po kreditima, niti da se dodatno zadužuje. Dodatno zaduživanje u toku lične uprave je moguće samo ukoliko je isto u funkciji obavljanja redovne poslovne aktivnosti stečajnog dužnika. Angažovanje lica koja treba da pruže profesionalne usluge (advokata, savetnika i sl.) u toku trajanja lične uprave je moguće samo uz prethodnu saglasnost suda i odbora poverilaca. Lična uprava se može ukinuti ukoliko podnosilac zahteva dokaže da je uprava kompanije bila uključena u prevarne radnje pre ili nakon otvaranja stečajnog postupka, ili ukoliko je imenovanje stečajnog upravnika u interesu poverilaca, vlasnika ili drugih učesnika stečaja koji nose rizik poslovanja stečajnog dužnika u toku postupka stečaja. Imenovanjem stečajnog upravnika prestaje da se primenjuje lična uprava stečajnog dužnika, odnosno američki koncept lične uprave ne dozvoljava paralelne sisteme (stečajnog upravnika i ličnu upravu).[26]

Prednost američkog koncepta lične uprave se ogledaju u nižim troškovima stečaja i sprečavanju erozije vrednosti stečajnog dužnika u toku postupka stečaja. U obavljanju svojih poslova stečajni upravnik se primarno rukovodi osnovnim razlogom njegovog imenovanja tj. očuvanjem vrednosti imovine stečajnog dužnika. Realizacija ovog cilja može biti u suprotnosti sa osnovnim konceptima poslovanja kompanije, ali i dovesti do propuštanja poslovnih i

[26] Više o konceptu lične uprave u Sjedinjenim Američkim državama videti na: http://www.uscourts.gov/services-bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics i http://www.justice.gov/sites/default/files/ust-regions/legacy/2013/09/16/ch11_guidelines-dip.pdf. [Pristupljeno 17.09.2015.].

investicionih mogućnosti koje doprinose povećanju vrednosti kompanije na dug rok. U ovom kontekstu zadržavanje lične uprave može da ima pozitivan uticaj na vrednost kompanije u finansijskim teškoćama, ali uz pretpostavku postojanja visokog nivoa odgovornosti menadžmenta za štetu koju nanesu poveriocima u toku lične uprave. U slučaju da ova odgovornost ne postoji, primena lične uprave može naneti štetu poveriocima i drugim stejkholderima kompanije.

U Nemačkoj je privi put predstavljen koncept lične uprave 1999. godine kao sastavni deo reformi stečajnog zakonodavstva koji je sprovela Nemačka sa ciljem povećanja efikasnosti stečajne regulative. Iako je ovaj koncept uveden po uzoru na američki sistem lične uprave, on se značajno razlikuje od njega. Nemački sistem lične uprave nosi naziv samouprava (nem. *Eigenverwaltung*) i previđa se kao mogućnost, ali ne i pravilo, odnosno u praksi se ovaj koncept više javlja kao izuzetak. Lična uprava se može dozvoliti u reorganizaciji i bankrotstvu, ali uz prethodno ispunjenje dole navedenih uslova:

- Dužnik mora podneti zahtev za uvođenje lične uprave;
- Ukoliko je poverilac podneo zahtev za uvođenje lične uprave, stečajni dužnik se mora saglasiti sa ovim predlogom;
- Dozvoljavanje lične uprave ne sme da vodi odlaganju radnji u stečajnom postupku, Pannen (2011: 4).

Prva dva zahteva za uvođenje lične uprave poštuju princip dobrovoljnosti u smislu da mora postojati volja stečajnog dužnika, odnosno njegove uprave, da nastavi da upravlja kompanijom nakon otvaranja stečaja. Ono što nedostaje u nemačkom konceptu lične uprave je saglasnost poverilaca da se odobri lična uprava u slučaju kada je dužnik podneo zahtev za njeno uvođenje. Ovo je pogotovo bitno kada se uzme u obzir da poverioci mogu da pretrpe značajnu štetu od nesavesne uprave. Ukoliko stečajni sudija dozvoli ličnu upravu, menadžment nastavlja da vodi poslovanje stečajnog dužnika nakon apliciranja za stečaj, ali uz superviziju stečajnog upravnika koji se po automatizmu imenuje otvaranjem stečajnog postupka. Pored navedenog, menadžment kompanije ima obavezu izveštavanja suda i stečajnog upravnika o finansijskom i imovinskom stanju stečajnog dužnika u toku postupka stečaja. Stečajni upravnik u toj situaciji nema ovlašćenje da zastupa stečajnog dužnika, niti ovlašćenja iz domena raspolaganja

imovinom stečajnog dužnika. Na ovaj način se sprečava dupliranje ovlašćenja i mogući konflikti na relaciji menadžment kompanije-stečajni upravnik. Uprava kompanije može da se dodatno zadužuje u toku stečajnog postupka bez prethodne saglasnosti stečajnog upravnika ali pod uslovom da se dodatna sredstva pribavljaju za finansiranje redovne poslovne aktivnosti. U svim ostalim slučajevima za novo zaduživanje je potrebna prethodna saglasnost stečajnog upravnika. U pojedinim situacijama stečajni upravnik može davati saglasnosti upravi na trošenje novca (podizanje i skidanje sredstava sa tekućeg računa stečajnog dužnika). Nemački stečajni zakon predviđa mogućnost ukidanja stečajne uprave i to u sledećim slučajevima:

- Na zahtev odbora poverilaca ili dužnika;
- Ukoliko dalji nastavak lične uprave vodi kašnjenju u sprovođenju postupka stečaja, ili postoji rizik da bi dalje dozvoljavanje lične uprave bilo na štetu poverilaca, Pannen (2011: 8).

Osnovne prednosti uvođenja lične uprave u nemačkom stečajnom zakonodavstvu se ogledaju u nižim troškovima stečaja. Naknada koju prima stečajni upravnik u slučaju lične uprave umanjuje se za 40% u odnosu naknadu isplaćenu kada se stečajni postupak sprovodi uz isključivo angažovanje stečajnog upravnika. Iako postojanje stečajnog upravnika, kao paralelnog organa ličnoj upravi, treba da spreči radnje uprave koje vode smanjenju vrednosti imovine stečajnog dužnika, paralelni sistem može da bude izvor konflikata interesa, a koji mogu imati negativan uticaj na efikasnost stečajnog postupka i vrednost stečajnog dužnika.

2.4.3.2. Pretpostavke za uvođenje koncepta lične uprave u Republici Srbiji

Zbog činjenice da je korporativno upravljanje u Republici Srbiji još uvek na niskom nivou u odnosu na razvijene zemlje sveta, uvođenje koncepta lične uprave u toku stečajnog postupka zahtevalo bi ispunjenost sledećih pretpostavki: 1) povećanje transparentnosti poslovanja kompanija i veći stepen finansijske discipline za sve učesnike stečaja; 2) aktivno uključivanje ključnih poverilaca u poslovanje i stečajni postupak kompanija kojima su poverili resurse; 3) podizanje svesti o krivičnoj odgovornosti lica koja su nesavesnim vođenjem kompanije istu dovele do stečaja, i 4) procesuiranje krivičnih dela u slučaju postojanja osnovane sumnje da je uprava nesavesnim radom dovela kompaniju do stečaja.

Kada se kompanija počne suočavati sa finansijskim teškoćama, uprava i vlasnici prikrivaju informacije o poslovanju kompanije od poslovne javnosti. Kroz private pregovore sa najvećim poveriocima, pre svega bankama, menadžeri i vlasnici pokušavaju odložiti plaćanje obaveza i izbeći stečaj. Zbog činjenice da nakon okončanih privatnih pregovora kompanije i dalje ostaju sa visokim nivoom dugova, najveći broj ovih dogovora se ne poštuje. Pomenuta praksa podržana je i od strane ključnih poverilaca kompanija u finansijskim teškoćama koji privatne pregovore sa dužnicima koriste za prikrivanje efekata loših odluka donetih u prošlosti. Poslovna javnost u najvećem broju slučajeva biva informisana o teškom finansijskom stanju kompanije tek kada se ova počne suočavati sa strukturnom nelikvidnošću i obustavi sva plaćanja obaveza. Netransparentnost poslovanja i nedovoljna finansijska disciplina za posledicu imaju pad poverenja poverilaca i stvaranje panike među njima kada postane jasno da se kompanija suočava sa ozbiljnim finansijskim teškoćama i rizikom stečaja. U strahu da neće moći da naplate potraživanja, sve manji broj poverilaca je spreman da podrži poslovanje kompanije, i isti započinju postupke prinudne naplate potraživanja. Sve ovo dodatno vodi pogoršanju finansijske pozicije kompanije u finansijskim teškoćama i padu njene „going concern" vrednosti. Shodno navedenom, ključni aspekti u razvoju korporativnog upravljanja u Republici Srbiji u narednom periodu su: povećanje transparentnosti poslovanja kompanija, razvoj partnerskog odnosa između dužnika i poverilaca, i proaktivniji odnos poverilaca u praćenju poslovanja kompanija kojima su poverili resurse.

Menadžment srpskih kompanija za nesavesno upravljanje i preduzimanje radnji koje su vodile oštećenju poverilaca odgovara shodno opštim odredbama Krivičnog zakonika. Čak i u situaciji kada se utvrdi postojanje krivične odgovornosti, procesuiranje krivičnih dela od strane nadležnih organa je sporo, i nije retka situacija da ona zastare i niko ne snosi odgovornost za učinjenu štetu poveriocima i drugim stejkholderima kompanije. Pored navedenog, u najvećem broju nepoštenih stečajeva odgovorna lica su u prošlosti činila finansijske pronevere. Povećanje efikasnosti procesuiranja ovih krivičnih dela zahteva i razvoj forenzičke profesije u Republici Srbiji.

Imajući u vidu slabosti postojećeg pravnog sistema i prakse korporativnog upravljanja u Republici Srbiji, ukoliko bi se zakonodavac opredelio za uvođenje lične uprave kao zakonskog

rešenja koji se nudi stečajnim dužnicima, prema mišljenju autora istu bi trebalo predvideti kao mogućnost za kompanije koje su aplicirale za stečajnu reorganizaciju, ali ne i za bankrotstvo. U kontekstu primenjenog modela, nemački model lične uprave bi uz određena prilagođavanja mogao da doprinese značajnim uštedama u vremenu koje kompanija provede u stečaju, očuvanju „going concern" vrednosti kompanija u finansijskim teškoćama i smanjenju direktnih troškova stečaja. Ono što bi ovaj koncept morao da predvidi je saglasnost stečajnog dužnika da se uvede lična uprava, ali i pravo poverilaca da u svakom momentu mogu da zahtevaju obustavu lične uprave kada bi njena dalja primena mogla da nanese štetu poveriocima i drugim nosiocima rizika poslovanja stečajnog dužnika, ili bi vodila zastoju u sprovođenju stečajnog postupka.

2.4.4. Investiciona politika kompanija u finansijskim teškoćama

Sa produbljivanjem finansijskih teškoća kompanije sve teže dolaze do potrebnih izvora finansiranja. Ovo za posledicu ima propuštanje investicionih projekata sa pozitivnom neto sadašnjom vrednošću. Sa druge strane, ulaskom kompanije u finansijske teškoće može se javiti oportunističko ponašanje vlasnika kompanija koji mogu biti stimulisani da ulažu u projekte sa visokim prinosom, ali i visokim investicionim rizikom. Ovo ukazuje da je investiciona politika jedan od ključnih aspekata stečaja jer može da utiče na „going concern" vrednost kompanije u toku stečajnog postupka, ali i nakon izlaska iz njega.

Rezultati istraživanja koja se bave uticajem finansijskih teškoća na investicionu aktivnost ukazuju da se investiciona politika kompanija u finansijskim teškoćama značajno razlikuje od one koju vode zdrave kompanije. LoPucki & Whithford (1991; 1993) su uočili da je menadžment velikih javnih američkih kompanija koje su aplicirale za stečajnu reorganizaciju 80-ih godina XX veka vodio obazrivu investicionu politiku. Cilj ovakve investicione politike bio je očuvanje vrednosti kompanija u finansijskim teškoćama u toku postupka reorganizacije. Ovi autori su utvrdili da kompanije koje su aplicirale za stečajnu reorganizaciju gotovo da nisu imale veće akvizicije i investicije, iako su neke od njih mogle da doprinesu kreiranju vrednosti i time povećaju i/ili ubrzaju naplatu potraživanja poverilaca u postupku reorganizacije. Asquith i dr. (1994: 650) su na uzorku američkih kompanija u finansijskim teškoćama koje su emitovale rizične obveznice sa visokim prinosom u periodu 1970. – 1980. utvrdili da je 83% ovih kompanija smanjilo investicione izdatke u godini nakon nastupanja finansijskih teškoća.

Smanjenje investicionih izdataka nastalo je usled nemogućnosti ovih kompanija da dobiju dodatne izvore finansiranja, ali i pritiska otplate postojećih dugova. Pad investicione aktivnosti 80-ih godina XX veka na primeru američkih kompanija u finansijskim teškoćama koje su imale visok nivo finansijskog leveridža potvrdili su i Andrade & Kaplan (1997: 55). U momentu apliciranja za stečajnu reorganizaciju kapitalni izdaci su smanjeni u 28 posmatranih kompanija od ukupno 31 kompanije, dok je u periodu koji je prethodio finansijskim teškoćama njih 16 smanjilo investiciona ulaganja. Whited (1992: 1425) je takođe potvrdio pad investicione aktivnosti u kompanijama u finansijskim teškoćama, i iza ovakvog ponašanja stajala je nemogućnost kompanija da pribave dodatne izvore finansiranja za realizaciju novih projekata. Ovaj autor je utvrdio postojanje negativne korelacije između asimetričnih informacija na tržištu dugova i visine sredstava koja su raspoloživa kompanijama u finansijskim teškoćama za investicionu aktivnost. Bhagat i dr. (2005: 450-451) su utvrdili da su investicione odluke kompanija u finansijskim teškoćama manje osetljive na promenu novčanog toka u poređenju sa zdravim kompanijama, kao i da je najveći broj kompanija u finansijskim teškoćama smanjio investicionu aktivnost. U 60% kompanija koje su ostvarile poslovni gubitak investiciona aktivnost je beležila pad u odnosu na prethodnu godinu, dok je u 40% posmatranih kompanija nivo investicione aktivnosti bio veći od prethodne godine. Davydenko & Franks (2005: 2) su utvrdili da stečajna regulativa može da utiče na investicionu politiku kompanija u finansijskim teškoćama. U stečajnim sistemima koje karakterišu slaba zaštita poverilaca, banke mogu zahtevati veću vrednost obezbeđenja, zaračunavati više kamate i odobravati kraće rokove otplate. Ovakva kreditna politika banaka ima negativan uticaj na investicionu politiku kompanija u finansijskim teškoćama. Stečajna regulativa koja je više okrenuta ka dužniku može da stimuliše i suboptimalnu investicionu politiku, odnosno preveliko investiranje, Gutiérrez i dr. (2015: 176). Pored navedenog, uticaj finansijskih teškoća na investicionu politiku je određen i raspoloživim investicionim mogućnostima. Kompanije sa ograničenim investicionim mogućnostima su sklone da imaju nedovoljnu investicionu aktivnost, dok su veća investiciona ulaganja prisutna u slučaju kompanija koje imaju na raspolaganju veći broj investicionih mogućnosti, Gutiérrez i dr. (2015: 174).

Napred navedeni rezultati ukazuju da menadžment kompanija u finansijskim teškoćama vodi obazrivu investicionu politiku. Poslednjih godina sve je veći broj zagovornika da kompanije u finansijskim teškoćama treba da napuste ovakvu praksu pošto ista može da dovede do pada vrednosti kompanije, ali i da onemogući njen dugoročni rast. Mogućnost menadžmenta da realizuje investiciona ulaganja ograničena je izvorima finansiranja, kao i njegovom sposobnošću da upravlja konfliktima interesa koji nastaju na relaciji vlasnici-poverioci-stečajni upravnici. Vlasnici imaju interes da se realizuju investicije čak i u situaciji kada one imaju negativnu neto sadašnju vrednost jer je za njih svaka investicija kockanje koje može da ima pozitivan ishod, i samim tim obezbedi veći deo kolača koji će prisvojiti. Poverioci su zainteresovani samo za investicije kroz koje može da se kreira dodata vrednost, ali svaka investicija je praćena rizikom koji oni možda nisu spremni da prihvate. Razlog za ovakvo ponašanje se ogleda u činjenici da prinos od visokorizičnih investicija prisvajaju vlasnici, a rizici i gubici od investicionih promašaja se prevaljuju na poverioce. Pored navedenog, apliciranjem kompanije za stečaj i imenovanjem stečajnog upravnika, dodatno zaduživanje i investicioni projekti mogu biti realizovani uz prethodnu saglasnost stečajnog upravnika i stečajnog sudije. Stečajne sudije i stečajni upravnici često izbegavaju nove investicije jer se primarno rukovode potrebom očuvanja vrednosti stečajnih dužnika. Upravljanje ovim konfliktima interesa jedan je od imperativa koji se postavlja pred menadžment kompanija u finansijskim teškoćama, ali i pred zakonsku regulativu konkretne zemlje.

Zbog činjenice da je oplodnja kapitala u Republici Srbiji otežana ne samo internim slabostima kompanija u finansijskim teškoćama, nego i nepovoljnim makroekonomskim okruženjem, u ovom momentu veća investiciona aktivnost u reorganizovanim kompanijama prema mišljenju autora bi mogla da ugrozi vraćanje dugova preuzetih planom reorganizacije. Dodatan problem u realizaciji investicionih projekata je i nemogućnost pribavljanja povoljnih izvora finansiranja jer je kreditni rejting ovih kompanija nakon apliciranja za stečaj pogoršan. Banke nisu spremne da obezbeđuju dodatna finansijska sredstva kompanijama u reorganizaciji jer u slučaju njihovog ponovnog apliciranja za stečaj ova potraživanja ne bi imala prioritet u naplati. Vlasnici kompanija nemaju interes da ulažu dodatan kapital jer je opstanak kompanija nakon usvojenog plana reorganizacije neizvestan, dok je davanje po[151]ica od strane vlasnika i povezanih lica destimulisano postojećom zakonskim rešenjima. Sve ovo ukazuje da se u

narednom periodu ne može očekivati značajnija investiciona aktivnost kompanija u finansijskim teškoćama, i da bi promene na ovom planu uključivale reformu postojeće stečajne regulative i poboljšanje uslova privređivanja.

2.4.5. Procena vrednosti kompanija u stečaju

Procena vrednosti kompanija u finansijskim teškoćama opredeljuje tok stečaja, ali utiče i na visinu potraživanja koja su poveriocima sa upisanim založnim pravom priznata kao razlučna, a čime je opredeljen uticaj razlučnih poverilaca na ishod stečajnog postupka.

Procena vrednosti kompanije određena je nizom faktora subjektivne i objektivne prirode kao što su: kvalitet odnosa sa ključnim poslovnim partnerima, kadrovska struktura, struktura stalne imovine, pristup retkim prirodnim resursima, pozicioniranost na tržištu, stanje grane u kojoj dužnik posluje, uticaj poslovanja dužnika na lokalnu i širu društvenu zajednicu i sl. Kompanije koje imaju kvalitetan kadar, pristup retkim prirodnim resursima, bolju pozicioniranost na tržištu, posluju u granama koje se ne suočavaju sa recesijom, i koje ostvaruju značajan uticaj na društvenu zajednicu, imaće i veću vrednost. Ovi faktori se menjaju sa protekom vremena pa je samim tim i procena vrednosti stečajnih dužnika funkcija vremena. Pored navedenog, procena vrednosti stečajnog dužnika zavisi i od korišćenih metoda procene. Izbor metode procene vrednosti imovine stečajnih dužnika opredeljen je korišćenim pretpostavkama, odnosno da li se procenjuje vrednost dužnika pod pretpostavkom nastavka poslovanja, ili momentalne prodaje dužnika i njegove imovine. Zbog navedenog je preciznije govoriti o rasponu vrednosti umesto o jednoj egzaktnoj vrednosti. Dobar primer za ovo je američka kompanija National Gypsum Company čija je vrednost prema planu reorganizacije koji je podneo stečajni dužnik bila $ 200 miliona, plan reorganizacije koji je podnet od strane jednog od poverilaca procenjivao je vrednost kompanije na $ 1 bilion, dok je njena vrednost po izlasku iz stečaja bila $ 500 miliona, Altman i Hotchkiss (2006: 103).

U tekstu koji sledi izložiće se najčešće korišćene metode procene vrednosti stečajnih dužnika, njihov uticaj na vrednost kompanije, kao i postojeća zakonska rešenja u Republici Srbiji koja se odnose na procenu vrednosti stečajnih dužnika.

2.4.5.1. Metode procene vrednosti stečajnih dužnika

Ukoliko se prilikom procene vrednosti stečajnog dužnika pođe od pretpostavke nastavka njegovog poslovanja, onda se utvrđuje njegova „going concern" vrednost, dok se u slučaju pretpostavke momentalne likvidacije imovine stečajnog dužnika procenjuje likvidaciona vrednost. Utvrđivanje „going concern" vrednosti može biti uz primenu tržišnih metoda procene (metod diskontovanih novčanih tokova i metod komparativne vrednosti) ili troškovne metode.

Prema metodu diskontovanih novčanih tokova vrednost stečajnog dužnika predstavlja diskontovanu sadašnju vrednost očekivanih novčanih tokova, odnosno zbir sadašnje vrednosti novčanih tokova u toku posmatranog perioda i nakon perioda projekcije. Metodologija obračuna sadašnje vrednosti očekivanih novčanih tokova je već objašnjena u delu 1.4 ove disertacije i ovde se neće ponovo izlagati. U kontekstu primene metode komparativne vrednosti, u praksi se koriste dve metode: metod uporedivih društava i metod uporedivih transakcija. Metod uporedivih društava se bazira na poređenju stečajnog dužnika sa sličnim privrednim društvima, i sprovodi se u tri koraka: identifikacija sličnih privrednih društava, analiza njihove tržišne vrednosti i na kraju primena dobijenih rezultata na konkretnog stečajnog dužnika. Prilikom odabira uporedivih privrednih društava treba se rukovoditi njihovom sličnošću sa stečajnim dužnikom i to pre svega u kontekstu rizičnosti poslovanja i perspektive rasta. Najčešće se kao indikatori za poređenje koriste: delatnost, veličina, broj zaposlenih i zaduženost. Pošto su definisani slični subjekti, onda se za svako od njih utvrđuje ukupna vrednost (eng. *total enterprise value*). Ukupna vrednost predstavlja zbir tržišne vrednosti sopstvenog kapitala, ukupnog duga i preferencijalnih akcija, a koja se zatim umanjuje za novac i novčane ekvivalente, Altman & Hotchkiss (2006: 106). Ukupna vrednost se stavlja u odnos sa izabranim računovodstvenim merilom (EBITDA, EBIT, ukupni prihod i sl.) za konkretnog privredno društvo koje je ušlo u uzorak sličnih privrednih društava, i nakon toga se ovaj racio množi sa izabranim računovodstvenim merilom stečajnog dužnika (EBITDA, EBIT, ukupni prihod i sl.). Prednosti ove metode ogledaju se u jednostavnosti u primeni, a nedostaci u činjenici da privredna društva koja su izabrana u uzorak za poređenje mogu značajno da se razlikuju od stečajnog dužnika, kao i to da ova metoda koristi računovodstvene podatke. Pored navedenog, korišćenje ove metode u zemljama sa nerazvijenim tržištem kapitala može da bude

otežano jer je pretpostavka da se ova metoda koristi ukoliko postoji aktivno tržište za akcije privrednih društava izabranih u uzorak za poređenje i akcija stečajnog dužnika, a što najčešće nije ispunjeno kada su u pitanju tranzicione zemlje. Metoda uporedivih transakcija uzima u obzir cene koje su plaćene u skorije vreme za slične akvizicije i primenjuje ih na konkretnog stečajnog dužnika. Nedostaci ove metode se ogledaju u tome da ovakve akvizicije ne moraju postojati u skorijoj prošlosti pa samim tim se javlja problem utvrđivanja baze za poređenje. U Republici Srbiji primena obe metode je otežana jer ne postoji aktivno tržište za trgovanje akcijama kompanija koje su aplicirale za stečaj, dok su zbog uticaja ekonomske krize akvizicije sličnih privrednih subjekata retke. Ukoliko se ove akvizicije i pojave, često su u pitanju prodaje dužnika u stečaju po cenama koje su značajno niže od onih koje bi se dobile u regularnom toku stvari. Troškovni metod se bazira na troškovima zamene imovine stečajnog dužnika pri tekućim cenama i troškovima. Ovaj metod može da se koristi kod kompanija čija vrednost u većoj meri zavisi od fizičke imovine, ali i kada ne postoji jasna istorija poslovnog rezultata tj. ne postoji trend dobiti.

Poređenje alternative reorganizacije sa bankrotstvom zahteva da se pored „going concern" vrednosti utvrdi i likvidaciona vrednost stečajnog dužnika. Pod likvidacionom vrednošću se podrazumeva novčani iznos koji bi mogao biti ostvaren pojedinačnom prodajom delova imovine u postupku redovne likvidacije stečajnog dužnika umanjen za troškove prodaje. Likvidaciona vrednost se utvrđuje na osnovu bilansa stanja na određeni dan uz određena prilagođavanja. Prilikom utvrđivanja likvidacione vrednosti mogu se koristiti različite pretpostavke tj. da li se radi o redovnoj ili ubrzanoj likvidaciji. Ukoliko se koristi pretpostavka ubrzane likvidacije, vrednost stečajnog dužnika je niža nego u slučaju redovne likvidacije. Likvidaciona vrednost je najniža vrednost stečajnog dužnika. U slučaju da se predlaže reorganizacija stečajnog dužnika, pretpostavka je da „going concern" vrednost mora biti veća od likvidacione vrednosti. Ukoliko je likvidaciona vrednost veća od „going concern" vrednosti, bankrotstvom stečajnog dužnika se ostvaruje veća vrednost za poverioce nego njegovom reorganizacijom.

2.4.5.2. Procena vrednosti stečajnih dužnika u Republici Srbiji

U Republici Srbiji procena vrednosti stečajnog dužnika i njegove imovine se vrši u skladu sa nacionalnim standardima za upravljanje stečajnom masom (Nacionalni standard br. 2 - Nacionalni standard o popisu imovine, proceni vrednosti i početnom stečajnom bilansu stečajnog dužnika). Procena vrednosti imovine stečajnog dužnika je u nadležnosti stečajnog upravnika, osim u slučaju stečajnog postupka koji se sprovodi u skladu sa unapred pripremljenim planom reorganizacije kada je ovlašćeni podnosilac plana u obavezi da izvrši procenu vrednosti stečajnog dužnika i njegove imovine, i istu dostavi sudu kao prilog unapred pripremljenog plana reorganizacije. Shodno Nacionalnom standardu br. 2, stečajni upravnik je u obavezi da prilikom popisa imovine izvrši i procenu likvidacione vrednosti svakog pojedinačnog dela imovine. U slučaju da se imovina ne može prodavati pojedinačno, onda se vrši procena imovine kao celine. Shodno Nacionalnom standardu br. 2, likvidaciona vrednost je novčani iznos koji bi se ostvario prodajom imovine na datom tržištu u razumnom roku. Prilikom procene likvidacione vrednosti stečajni upravnik se ne rukovodi knjigovodstvenom vrednošću, nego se oslanja na najpouzdanije raspoložive podatke o vrednost imovine stečajnog dužnika u trenutku procene. Ukoliko se imovinom ne trguje na aktivnom tržištu, i ne očekuje se da postoji zainteresovani kupac za tu imovinu, stečajni upravnik može predmetnoj imovini dodeliti vrednost nula. U slučaju da prodaja stečajnog dužnika kao pravnog lica nudi veći stepen namirenja poverilaca nego prodaja njegove pojedinačne imovine, stečajni upravnik je u obavezi da pored procene pojedinačnih delova imovine izvrši i procenu stečajnog dužnika kao pravnog lica. U ovom slučaju se za potrebe procene koristi prinosni metod (metod diskontovanih novčanih tokova), ali i druge metode koje su predviđene Međunarodnim računovodstvenim standardima. Stečajni upravnik može za potrebe procene vrednosti imovine stečajnog dužnika angažovati i stručno lice, ali je za to potrebna prethodna saglasnost stečajnog sudije. Iz navedenih zakonskih odredbi se može zaključiti da je procena vrednosti stečajnog dužnika i njegove imovine široko određena. Na stečajnom upravniku je da opredeli metod procene i period u kome očekuje da će se realizovati prodaja stečajnog dužnika i njegove imovine. Autor je mišljenja da procenu vrednosti treba poveriti stručnim licima (veštacima) jer je procena vrednosti kompleksan proces koji zahteva dosta subjektivnog rasuđivanja i iskustva koje stečajni upravnik ne mora posedovati. Pored navedenog, poveravanje procene vrednosti

stečajnog dužnika i njegove imovine stečajnom upravniku može da bude i izvor konflikata interesa jer će ova procena kasnije opredeljivati cenu po kojoj će se prodavati imovina stečajnog dužnika, kao i naknadu koja će se isplatiti stečajnom upravniku u slučaju da se stečaj sprovodi bankrotstvom. Poverioci mogu da upute prigovor stečajnom sudiji na vrednost koja je utvrđena procenom stečajnog upravnika, a stečajni sudija može ovaj prigovor prihvatiti kao osnovan i naložiti stečajnom upravniku da angažuje nezavisno stručno lice za potrebe procene vrednosti stečajnog dužnika i njegove imovine, ali može i odbiti prigovor poverioca. Imajući u vidu napred navedeno, postojeća zakonska rešenja koja se tiču vrednovanja stečajnog dužnika i njegove imovine mogu biti izvor pravne neizvesnosti i različitih zloupotreba. Da bi se izbegla ova situacija neophodne su izmene Zakona o stečaju u budućnosti.

2.5. Mere reorganizacije

Mere reorganizacije su sastavni deo korporativnog restrukturiranja. Za razliku od dobrovoljnog korporativnog restrukturiranja, koje nastaje kao reakcija menadžmenta na stimulanse iz okruženja i preduzima se sa ciljem unapređenja postojećih performansi kompanije i sprečavanja potencijalnih finansijskih teškoća, mere reorganizacije koje se preduzimaju u stečaju imaju ex-post i prinudni karakter jer se preduzimaju nakon što su nastupile finansijske teškoće i to pod pritiskom poverilaca i drugih stejkholdera koji su nosioci rizika poslovanja kompanije. Mere u sanacionim planovima reorganizacije treba da omoguće dalji nastavak poslovanja kompanije nakon izlaska iz stečaja i povoljniji stepen namirenja poverilaca kroz reorganizaciju stečajnog dužnika. U slučaju likvidacionih planova mere reorganizacije imaju za cilj da obezbede povoljnije namirenje poverilaca kroz prodaju stečajnog dužnika ili njegove imovine u toku formalnog postupka reorganizacije u odnosu na naplatu koja bi se ostvarila momentalnom likvidacijom imovine stečajnog dužnika ili njegovom prodajom u postupku bankrotstva. Formulisanje i primena mera reorganizacije se sprovodi u tri faze: izbor mera i njihovo formulisanje, izvršenje i marketing. Izbor mera reorganizacije zahteva prethodnu ocenu finansijskog zdravlja kompanije. Pored navedenog, prilikom izbora i formulisanja mera reorganizacije menadžment treba da uvaži ciljeve i očekivanja poverilaca i drugih stejkholdera koji su nosioci rizika poslovanja kompanije. Ovo često uključuje i potrebu za upravljanjem konfliktima interesa koji nastaju u toku postupka stečaja. Zbog navedenog, izabrane mere

reorganizacije treba da predstavljaju balans između onoga što menadžment želi i onoga što su poverioci i drugi ključni stejkholderi kompanije spremni da podrže. Mere reorganizacije moraju biti precizno formulisane i prilagođene uslovima iz makro i mikro okruženja. Neprecizne i preoptimistične mere se ne mogu sprovesti zbog čega dolazi do obustave u primeni plana reorganizacije i ponovnog apliciranja kompanije za stečaj. U fazi izvršenja najznačajniju ulogu ima menadžment. Zadržavanje postojećeg menadžmenta može da ubrza postupak reorganizacije pošto isti ima iskustvo u konkretnoj kompaniji i najbolje poznaje uzroke nastanka finansijskih teškoća. Sa druge strane, zadržavanje istog menadžmenta može da uspori promene zbog čega vlasnici i poverioci u toku stečajnog postupka i nakon usvajanja plana reorganizacije često vrše smenu menadžmenta i dovode menadžere koji imaju iskustvo u upravljanju kompanijama u finansijskim teškoćama. Dovođenjem kriznog menadžmenta vlasnici i poverioci kompanije očekuju unapređenje poslovnih performansi kompanije i njen brži izlazak iz finansijskih teškoća. Poslednja faza uključuje marketing, odnosno predstavljanje investitorima i široj javnosti planova i mera koje će se sprovesti u toku reorganizacije. Javnost treba da bude upoznata sa svim aspektima budućeg poslovanja koji će doprineti izlasku kompanije iz finansijskih teškoća. U ovoj fazi kompanija treba da vrati poverenje javnosti i uveri je u postojanje prospekata rasta vrednosti nakon izlaska iz stečaja. Od ove faze zavisi da li će kompanija nakon usvajanja plana reorganizacije moći normalno da nastavi da posluje.

Izlazak kompanije iz finansijskih teškoća uključuje primenu različitog spektra aktivnosti iz domena korporativnog restrukturiranja. Lai & Sudarsanam (1997: 209) definišu sledeće strategije korporativnog restrukturiranja:

- Operativno restrukturiranje – Uključuje radnje na smanjivanju troškova kao što su: zatvaranje proizvodnih linija, otpuštanje zaposlenih, jačanje kontrole trošenja sredstava i dr.;
- Finansijsko restrukturiranje – Uključuje mere koje su sračunate na promenu strukture i visine sopstvenog kapitala i obaveza kao što su: zabrana ili smanjivanje iznosa dividendi koje se isplaćuju, reinženjering i restrukturiranje dugova, konverzija duga u kapital, oprost duga i dr.;
- Restrukturiranje menadžmenta – Uključuje mere koje su sračunate na promene ključnih upravljačkih struktura kao što su: smena postojećeg menadžmenta,

uvođenje kriznog menadžmenta, preuzimanje kontrole od strane poverilaca kompanije i dr.);

- Restrukturiranje imovine – Pretpostavlja primenu mera koje utiču na strukturu i veličinu imovine kao što su: nove investicije, prodaja imovine, otkazivanje lizing ugovora i vraćanje predmeta lizinga i dr.

Weston i dr. (2001)[27] smatraju da se korporativno restrukturiranje može sprovesti kroz: restrukturiranje imovine, kreiranje nove vlasničke strukture, restrukturiranje dugova i ostale strategije restrukturiranja (zajednička ulaganja, LBO, prodaja dugova i sl.), (citirano prema: Marimuthu, 2009: 123). Ross i dr. (2002: 858) smatraju da kompanije mogu da izađu iz finansijskih teškoća primenom mera operativnog i finansijskog restrukturiranja. Mere finansijskog restrukturiranja se mogu sprovesti u privatnim pregovorima sa poveriocima ili kroz stečaj. U slučaju da kompanija aplicira za stečaj, na raspolaganju joj stoje: reorganizacija, bankrotstvo i spajanje (merdžer) sa drugom kompanijom. Iz navedenog se može zaključiti da korporativno restrukturiranje utiče na bazične strukture kompanije (sredstva, kapital, korporativno upravljanje, troškove i organizaciju). Ono što operativno restrukturiranje razlikuje od drugih promena na nivou kompanije je to što ono izaziva diskontinuelne i značajne promene u ovim strukturama, Eichner (2010: 50).

Najveći broj kompanija koje se suočavaju sa finansijskim teškoćama su pre apliciranja za stečaj sprovele neke od gore navedenih mera korporativnog restrukturiranja. Datta i Datta (1995)[28] su analizom kompanija koje se suočavaju sa finansijskim teškoćama utvrdili da se intenzitet mera korporativnog restrukturiranja razlikuje pre i nakon nastupanja finansijskih teškoća, (citirano prema: Outecheva, 2007: 35). Rezultati istraživanja ovih autora ukazuju da sve kompanije restrukturiraju dugove po ulasku u finansijske teškoće, dok je restrukturiranje imovine prisutno u značajnom obimu pre i nakon ulaska kompanije u finansijske teškoće. Restrukturiranje koje se sprovodi u delu korporativnog upravljanja ima veći intenzitet pre nastupanja finansijskih teškoća, dok restrukturiranje ugovora sa zaposlenima nema veći značaj

76

[27] Weston, J. F., Siu, J. A., & Johnson, B. A. (2001). *Takeovers, restructuring and corporate governance*. US: Pr[illegible]ce Hall.

63

[28] Datta, S. & Datta, I.M. (1995). Reorganization and Financial Distress: An Empirical Investigation. *The Journal of Financial Research*. Vol. 18, No. 1, str. 15-32.

ni pre ni nakon nastupanja finansijskih teškoća. Detalji ovog istraživanja su prikazani u Tabeli 5.

Tabela 5. *Intenzitet mera restrukturiranja u kompanijama u finansijskim teškoćama*

Tip restrukturiranja	Pre nastupanja finansijskih teškoća	Nakon nastupanja finansijskih teškoća
Restrukturiranje dugova	**28,15**	**100,00**
Restrukturiranje imovine	**69,63**	**65,93**
Dezinvestiranje	64,44	62,96
Prodaja i vraćanje predmeta lizinga	2,69	0,74
Zatvaranje proizvodnih pogona i linija poslovanja	15,56	9,63
Restrukturiranje u delu korporativnog upravljanja	**71,85**	**56,3**
Smene nižeg nivoa menadžmenta	58,51	47,4
Smene top menadžmenta	46,67	31,11
Izmena ugovora sa zaposlenima	**24,44**	**20,74**
Otpuštanje zaposlenih	21,48	18,52
Usklađivanje zarada	8,15	5,93
Redukcije u delu penzionih planova	0,00	1,48

Izvor: Preuzeto iz Outecheva (2007: 35)

U Republici Srbiji najveći značaj za rehabilitaciju poslovanja kompanija u stečaju imaju sledeće mere: restrukturiranje dugova, prodaja imovine, dodatno zaduživanje i restrukturiranje korporativnog upravljanja. Uticaj ostalih mera reorganizacije na rehabilitaciju poslovanja nije marginalan, ali njihova pojedinačna primena ne može u većoj meri da doprinese ozdravljenju korporativnog sektora.

2.5.1. Restrukturiranje dugova

Finansiranje poslovanja kompanije može biti iz sopstvenih izvora (neraspoređene dobiti i uloženog kapitala vlasnika) i pozajmljenih izvora (dugova). Odnos dugova i sopstvenog kapitala predstavlja strukturu kapitala. Izbor strukture kapitala na prvom mestu je određen troškovima koje ta struktura proizvodi. Dividende koje se plaćaju vlasnicima kompanija su predmet oporezivanja, dok se troškovi kamata priznaju kao trošak za poreske svrhe i umanjuju porez na dobit kompanije. Pomenuti poreski tretman troškova kamata i dividendi čini pozajmljene izvore jeftinijim od sopstvenih, i veliki broj kompanija se zbog ovoga oslanja na pozajmljene izvore. Sa druge strane, dugovi imaju unapred određeno dospeće dok to nije slučaj sa sopstvenim izvorima. Prilikom ocene troškova finansijske strukture treba uzeti u obzir i troškove stečaja koje kompanija može imati u slučaju nastanka finansijskih teškoća, kao i troškove monitoringa koje poverioci imaju u praćenju poslovanja klijenata kojima su poverili

sredstva, Brunner & Krahnen (2008: 417-418). Isto tako, vlasnici kompanija koje u strukturi kapitala imaju značajno učešće dugova mogu zahtevati i veći prinos na uložena sredstva zbog povećanog investicionog rizika, a što u krajnjoj meri vodi povećanju ukupnih troškova izabrane strukture kapitala. Na ovaj način struktura kapitala opredeljuje rizik i profitabilnost kompanije.

Kompanija koja se suočava sa finansijskim teškoćama može iz njih izaći restrukturiranjem dugova. Gilson (1990: 357) ukazuje na dva ključna aspekta restrukturiranja dugova:

- Redefinisanje dužničko-poverilačkih odnosa koje se sprovodi sa ciljem odlaganja i/ili umanjenja obaveza dužnika;
- Ovaj proces može dovesti do promene prioriteta obaveza, odnosno dugovi višeg prioriteta mogu biti zamenjeni dugovima nižeg prioriteta.

Kompanija može dugove reprogramirati u privatnim pregovorima sa poveriocima, ili kroz formalni postupak stečajne reorganizacije. Najveći broj kompanija u finansijskim teškoćama pre apliciranja za stečajnu reorganizaciju prvo pokuša da restrukturira dugove kroz privatne pregovore sa poveriocima. Gilson i dr. (1990) i Gilson (1995) su utvrdili da čak 90% kompanija u finansijskim teškoćama inicira privatne pregovore sa poveriocima u cilju izbegavanja stečaja. Kada kompanija aplicira za stečaj, dalji reprogram dugova može da se obavlja isključivo u formalnom postupku stečajne reorganizacije. Stečajna reorganizacija pretpostavlja saglasnost kvalifikovane većine poverilaca na uslove otplate koji su sadržani u predloženom planu reorganizacije. Za razliku od privatnih pregovora koji se sprovode mimo suda, uslovi otplate koji su dogovoreni u formalnom postupku reorganizacije, i koji su potvrđeni od strane suda, su obavezujući za sve poverioce. Ovo su istovremeno i prednosti restrukturiranja obaveza kroz formalnu stečajnu reorganizaciju u odnosu na privatne pregovore sa poveriocima. Prilikom izbora modela reprograma dugova (privatni pregovori ili formalna stečajna reorganizacija), treba imati u vidu sledeće aspekte:

- Kontrolna prava;
- Mogućnost blokiranja pregovora od strane pojedinačnih poverilaca (eng. *holdout problem*);
- Informaciona asimetrija;

- Poreski tretman oprosta duga.

Vlasnici kapitala imaju kontrolna prava u kompaniji sve do momenta njenog apliciranja za stečaj. Ulaskom kompanije u stečaj ova kontrolna prava se prenose na poverioce kompanije i stečajnog upravnika. Shodno navedenom, vlasnici kompanije imaju interes da predlože reprogram dugova u privatnim pregovorima sa poveriocima i time izbegnu gubitak kontrolnih prava koji bi nastao u slučaju apliciranja kompanije za stečaj. Transfer kontrolnih prava u toku stečajnog postupka je istovremeno i izvor konflikta interesa koji vodi produžavanju vremena koje kompanija provede u stečaju, i povećava troškove formalnog reprograma dugova u stečaju.

Zbog prisutnih mnogobrojnih konflikata interesa i namere pojedinih poverilaca da blokiraju pregovore u cilju ishodovanja boljih uslova otplate, kompanije koje u strukturi obaveza imaju veliki broj hetorogenih poverilaca se suočavaju sa teškoćama reprograma dugova u privatnim pregovorima sa poveriocima. Reprogram dugova sa nekolicinom poverilaca ne vodi trajnom rešenju problema i najveći broj kompanija nakon okončanih privatnih pregovora aplicira za stečaj. Apliciranjem kompanije za stečaj svaki od poverilaca nastoji da teret reprograma dugova (smanjenja kamatnih stopa, otpisa glavnice i kamate, produžavanja rokova otplate i sl.) prevali na druge poverioce. U ovoj situaciji svaki pojedinačni poverilac može imati motiv da prolongira prihvat uslova reprograma. Da bi se ovakva praksa sprečila, pojedini stečajni sistemi daju mogućnost stečajnom sudiji da nametne plan reorganizacije nesaglasnoj klasi poverilaca, a što čini stečajnu reorganizaciju boljim modelom za reprogram dugova u odnosu na privatne pregovore sa poveriocima. Stečajno zakonodavstvo Republike Srbije još uvek ne predviđa mogućnost da stečajni sudija nametne plan reorganizacije nesaglasnoj klasi poverilaca.

Menadžeri kompanija u finansijskim teškoćama poseduju informacije o stvarnom finansijskom stanju kompanije i pravim uzrocima nastupanja finansijskih teškoća. Ovo im daje pregovaračku snagu i omogućava da zadrže svoje pozicije nakon što kompanija aplicira za stečaj. Oni mogu biti motivisani da ne obelodane sve informacije o poslovanju kompanije jer bi to moglo da ukaže na propuste u njihovom radu u prošlosti. Prikrivanje informacija može voditi produžavanju vremena koje kompanija provede u stečaju, ali i izboru pogrešne strategije naplate od strane poverilaca. Da bi se ovakva praksa sprečila, stečajna zakonodavstva većine

zemalja zahtevaju od uprave kompanija koje su aplicirale za stečaj da svim poveriocima dostave informacije koje su od značaja za ishod stečaja i ocenu finansijskog zdravlja stečajnog dužnika. U slučaju privatnih pregovora ova razmena informacija opredeljena je u velikoj meri kvalitetom odnosa koji je uspostavljen između kompanije i njenih poverilaca. U zemljama sa nerazvijenom kulturom korporativnog upravljanja, slabom zaštitom interesa manjinskih akcionara i imovinskih prava, kao što je Republika Srbija, menadžment kompanija ima običaj da prikriva informacije o finansijskom položaju i rezultatu kompanije. U ovoj situaciji stečajna reorganizacija može imati prednosti u odnosu na privatne pregovore.

U cilju stimulisanja oprosta dugova kompanijama koje se suočavaju sa finansijskim teškoćama, zakonodavstva pojedinih država predviđaju da se oprost duga koji se sprovede u stečajnoj reorganizaciji priznaje kao trošak za poreske svrhe. Ovo najčešće nije slučaj sa oprostom duga koji se sprovodi u privatnim pregovorima sa poveriocima. Zakon o porezu na dobit Republike Srbije u članu 16. tačka 3. navodi da se na teret rashoda priznaje otpis vrednosti pojedinačnih potraživanja pod uslovom da poreski obveznik pruži dokaze da su potraživanja prijavljena u stečajnom postupku. Relevantna zakonska odredba je dosta široka i stvara prostor za različita tumačenja od strane poreskih organa, stečajnog dužnika i poverilaca. Pored uticaja otpisa dugova na porez na dobit, postoji i uticaj ovog otpisa na izlazni PDV. Zakon o porezu na dodatu vrednost[29] ne predviđa mogućnost povraćaja izlaznog PDV-a koji su poverioci platili državi prilikom isporuke dobara i usluga kompanijama u finansijskim teškoćama, a koji čini deo vrednosti potraživanja koja su predmet oprosta. Ovo može dodatno da smanji spremnost poverilaca da oproste deo dugova kompanija u finansijskim teškoćama, ali i stvara nekonkurentne uslove privređivanja.

Pored prednosti koje stečajna reorganizacija ima u odnosu na neformalne pregovore, ona izaziva visoke troškove u poređenju sa privatnim pregovorima. Još jedan od nedostatak stečajne reorganizacije se ogleda u činjenici da ona može značajno da naruši poslovnu reputaciju kompanije i time oteža njen dalji nastavak poslovanja nakon usvajanja plana reorganizacije. U Tabeli 6. dat je pregled faktora koji opredeljuju izbor modela reprograma dugova. Istraživanja

[29] Zakon o porezu na dodatu vrednost ("Sl. glasnik RS", br. 84/2004, 86/2004 - ispr., 61/2005, 61/2007, 93/2012, 108/2013, 6/2014 - usklađeni din. izn., 68/2014 - dr. zakon, 142/2014, 5/2015 - usklađeni din. izn. i 83/2015).

su rađena na primeru velikih američkih kompanija, dok za područje Centralne i Istočne Evrope ovakva istraživanja nisu rađena.

Tabela 6. *Faktori koji opredeljuju izbor metoda restrukturiranja dugova*

Autor(i)	Veličina uzorka	Period posmatranja	Faktori koji utiču na izbor modela restrukturiranja dugova	Pokazatelji finansijskog zdravlja	Direktni troškovi	Trajanje u mesecima	Stopa naplate
RESTRUKTURIRANJE U PRIVATNIM PREGOVORIMA							
Yost (2002)	174	1988. - 1999.	Prisutne finansijske teškoće, ali su indikatori likvidnosti bolji u odnosu na kompanije koje su aplicirale za stečaj. Manji problemi koordinacije poverilaca i bolje korporativno upravljanje.	– M/B racio: 1,679 (industrijski prosek: 1,4797) – Poslovni dobitak/ Ukupna imovina: 0,023 – Neraspoređeni dobitak/Ukupna imovina: 0,369 – Ukupne kratkoročne obaveze/Ukupna imovina: 0,356 – Dugoročne obaveze/Ukupna imovina : 0,405 – Broj dugoročnih ugovora: 4,73 – Ukupne obaveze/Ukupna imovina: 0,850	N/A	N/A	N/A
Franks & Torous (1994)	82	1983. - 1990.	Bolji pokazatelji solventnosti i likvidnosti u odnosu na kompanije koje su aplicirale za stečaj.	– Broj dugoročnih ugovora (prosek 6,07) – Nominalna vrednost dugoročnog duga (prosek $ 388 miliona) – Tekući racio: 1,38 – Tržišna solventnost: 0,78 – Prosečna kumulativna stopa prinosa: -59%	N/A	17	80,1%
Gilson i dr. (1990)	169	1978. - 1987.	Manji udeo nematerijalne imovine u ukupnoj imovini, relativno homogena struktura poverilaca, niži procenjeni troškovi restrukturiranja i veći udeo bankarskog duga.	– Tržišna vrednost/Troškovi zamene: 0,83 – Broj ugovora koji je zaključen sa kreditorima: 7,0 – Knjigovodstvena vrednost imovine: $ 633 miliona – Ukupne obaveze/Ukupna imovina: 0,94 – Dugoročne obaveze/Ukupna imovina: 0,64 – Trogodišnja stopa prinosa na akcije: -36,4	0,65 % vrednosti imovine	15	N/A
Chaterjee Dhillon & Ramirez (1996)	191	1989. - 1992.	Visok leveridž i udeo javnog duga u ukupnom dugu, povremene krize likvidnosti, bolji EBITDA racio, nije izražen problem koordinacije poverilaca.	– Ukupna imovina: $ 1.296 miliona – Ukupne obaveze: $ 1.046 miliona – Dugoročan dug: $ 487 miliona – Ukupne obaveze/Ukupna imovina: 0,86 – Dugoročne obaveze/Ukupna imovina: 0,33	N/A	N/A	N/A

Tabela 6. (nastavak)

POGLAVLJE 11 (formalna reorganizacija u stečaju)							
Autor(i)	**Veličina uzorka**	**Period posmatranja**	**Faktori koji utiču na izbor modela restrukturiranja dugova**	**Pokazatelji finansijskog zdravlja**	**Direktni troškovi**	**Trajanje u mesecima**	**Stopa naplate**
Yost (2002)	174	1988.-1999.	Ozbiljne finansijske teškoće praćene krizama likvidnosti, slabe poslovne performanse, slabo korporativno upravljanje i prisutan problem koordinacije poverilaca	– M/B racio: 1,2879 (industrijski prosek: 1,299) – Poslovni dobitak/Ukupna imovina: - 0,0296 – Neraspoređeni dobitak/ Ukupna imovina: 0,234 – Ukupne kratkoročne obaveze / Ukupna imovina: 0,452 – Dugoročne obaveze/Ukupna imovine: 0,325 – Broj dugoročnih ugovora: 5,00 – Ukupn[149]eze/Ukupna imovina: 0,900	N/A	N/A	N/A
Franks &Torous (1994)	82	1983.-1990.	Manje solventne i manje likvidne kompanije.	– Veći broj dugoročnih ugovora (prosek 6,64) – Veća nominalna vrednost dugoročnog duga (prosek $ 326,2 miliona) – Tekući racio: 1,06 – Tržišna solventnosti: 0,81 – Prosečna kumulativna stopa prinosa: -76%	4,49% vrednosti imovine	27	50,9
Gilson, John& Lang (1990)	169	1978.-1987.	Kompanije koje su imale veći udeo materijalne imovine u ukupnoj imovini, heterogenu strukturu poverilaca, kompleksnu strukturu kapitala i visoke procenjene troškove restrukturiranja.	– Tržišna vrednost kompanije/Troškovi zamene: 0,61 – Broj ugovora koji je zaključen sa kreditorima: 6,0 – Knjigovodstvena vrednost imovine: $317 miliona – Ukupne obaveze/Ukupna imovina: 1,01 – Dugoročne obaveze/Ukupna imovina: 0,58 – Stopa prinosa na akcije u periodu od pre tri godine: -48,6	2,8% vrednosti imovine	20	N/A
Chaterjee, Dhillon & Ramirez (1996)	191	1989.-1992.		– Ukupna imovina: $ 858 miliona – Ukupne obaveze: $ 830 miliona – Ukupan dugoročni dug: $177 miliona – Ukupne obaveze/Ukupna imovina: 0,87 – Dugoročne obaveze/Ukupna imovina:0,29	N/A	N/A	N/A
Weiss (1990)	37	1979.-1986.	Veličina kompanije i složenost strukture poverilaca.	N/A	2,8% vrednosti imovine	20	N/A

Izvor: Sumirana istraživanja Outecheva (2007: 56-58).

Na osnovu podataka koji su prikazani u Tabeli 6, može se zaključiti da se za stečajnu reorganizaciju pre opredeljuju kompanije sa heterogenom strukturom dugova, prisutnim problemom koordinacije poverilaca, slabijim finansijskim performansama i lošijim internim mehanizmima korporativnog upravljanja.

2.5.2. Prodaja imovine u stečaju

Prodaja imovine stečajnih dužnika u toku stečajnog postupka primarno treba da omogući kompanijama u finansijskim teškoćama da dođu do finansijskih sredstava za zatvaranje postojećih obaveza, ali i finansiranje poslovne i investicione aktivnosti. U najvećem broju slučajeva prodaje se imovina koja nije usko povezana sa poslovnom delatnošću kompanije, a koja najčešće generiše gubitke. Na ovaj način prodajom imovine se ostvaruje pozitivan uticaj na likvidnost, profitabilnost i vrednost kompanija u finansijskim teškoćama. Retke su situacije da se vrši prodaja celokupne imovine kompanije u toku postupka reorganizacije, osim u slučaju likvidacionih planova reorganizacije. LoPucki & Whithford (1993a: 606) su na primeru američkih kompanija koje su izašle iz stečaja usvajanjem plana reorganizacije utvrdili da je čak 11 od 43 kompanije imalo smanjenje vrednosti imovine za 10-50% u odnosu na period kada su aplicirale za stečajnu reorganizaciju. Najveći deo kompanija se opredelio za prodaju dela imovine, a samo u dva slučaja smanjenje imovine je bilo veće od 90%.

Prodaja imovine stečajnog dužnika može da bude i mehanizam za preuzimanje kontrole razlučnih poverilaca, Baird & Rasmussen (2002) i Warren & Westbrook (2004). U ovom kontekstu, javljaju se primedbe na sve veće korišćenje stečajne reorganizacije kao mehanizma za prodaju imovine stečajnih dužnika, a ne u cilju rehabilitacije poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama. Ovakva praksa može voditi uništavanju vrednosti na makro i mikro nivou. Poverioci motivisani naplatom problematičnih plasmana mogu da zanemare uticaj koji prodaja založene imovine ima na mogućnost nastavka poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama. Razlučni poverioci često vrše pritisak na menadžment kompanije da se založena imovina proda u što kraćem roku čak i u situacijama kada takva prodaja ne vodi naplati celokupnog razlučnog potraživanja. Na ovaj način umanjuje se vrednost kompanija u finansijskim teškoćama i onemogućavaju drugi poverioci da naplate deo svog potraživanja iz

vrednosti koja je ostvarena prodajom imovine. Preuranjene masovne prodaje imovine stečajnih dužnika po niskim cenama imaju negativan uticaj i na tržišnu vrednost slične imovine koja je u vlasništvu zdravih kompanija. Ovo se negativno odražava na mogućnost zdravih kompanija da se zadužuju, a što u krajnjoj meri može dovesti do kontrakcije bankarskog sektora, smanjivanja privredne i investicione aktivnosti, Shleifer & Vishny (2011: 30).

Prodaja stečajnog dužnika kao pravnog lica, kao i prodaja njegove imovine u stečajnom postupku se može realizovati u bankrotstvu ili reorganizaciji. U Sjedinjenim Američkim Državama postoji i treća mogućnost tzv. Poglavlje 363 (eng. *Section 363*) u kome se prodaja ostvaruje mimo plana reorganizacije i to u koordinaciji prodavca i kupca. Prednosti Poglavlja 363 se ogledaju u tome da je kupac nepokretnosti oslobođen tereta (ručnih zaloga i hipoteka) koji postoje na predmetnoj imovini, kao i to da ovaj model prodaje ne zahteva saglasnost poverilaca obuhvaćenih planom reorganizacije, Povel & Singh (2006: 725). Prodaja imovine po svom karakteru može biti dobrovoljna i prinudna. Izbor metode prodaje zavisi od: 1) zakonskih rešenja koje primenjuje konkretna zemlja; 2) da li postoji saglasnost vlasnika imovine da se ista proda, i 3) mogućnosti stečajnog upravnika da obezbedi aktivno upravljanje asimetričnim informacijama u toku postupka prodaje. Dobrovoljna prodaja se realizuje mimo suda u privatnim pregovorima kupca i prodavca. Prednosti dobrovoljne prodaje se ogledaju u tome da kupac i prodavac imaju više vremena da ispregovaraju uslove prodaje i na taj način se postigne najviša moguća prodajna cena. Prinudna prodaja se ostvaruje pokretanjem postupaka naplate pred sudom, ali pod uslovom da stečajno zakonodavstvo dozvoljava ovaj vid izvršenja u toku stečajnog postupka ili nakon usvajanja plana reorganizacije. Prinudna prodaja se najčešće realizuje kroz aukcijske prodaje. Prilikom organizacije prodaje javlja se dilema da li vlasnicima i menadžmentu dozvoliti da učestvuju u postupku prodaje stečajnog dužnika i/ili njegove imovine. Imajući u vidu da oni poseduju insajderske informacije i znaju pravu vrednost kompanije u finansijskim teškoćama, ukoliko se menadžmentu i vlasnicima dozvoli učešće u prodaji, mogu se javiti sledeće suboptimalnosti:

- Stečajni sistemi koji omogućavaju zloupotrebe u postupcima prodaje mogu izazvati čestu pojavu namernih stečajeva iza kojih stoji motiv menadžmenta i vlasnika da kupe poslovanje kompanije i njenu imovinu u stečajnom postupku po niskoj ceni, bez dugova i tereta.

- Vlasnici i menadžment mogu namerno podizati cenu na aukcijama i izložiti treća lica riziku kupovine stečajnog dužnika i njegove imovine po precenjenim vrednostima.

U cilju sprečavanja napred navedenog, stečajni upravnici moraju da prikupe sve informacije koje su od značaja za procenu stvarne vrednosti stečajnog dužnika i njegove imovine, identifikuju izvore asimetričnih informacija i shodno tome organizuju prodaju na način da se uticaj asimetričnih informacija svede na minimum. U slučaju da ovo nije moguće postići, stečajni upravnik ne bi trebao da dozvoli učešće na aukcijama vlasnicima i menadžmentu kompanije, Povel & Singh (2006: 724). Prilikom prodaje imovine, pored proceduralnih aspekata treba imati u vidu i stanje grane u kojoj kompanija posluje. Zbog činjenice da se konkurenti kompanije najčešće javljaju u ulozi potencijalnih kupaca, prodaja imovine će biti po značajnim diskontima ukoliko se cela grana suočava sa padom poslovne aktivnosti, Shleifer & Vishny (2011: 33). Dodatan problem se javlja u slučaju specijalizovane opreme koja zahteva pronalaženje specijalizovanog kupca, kao i prodaje imovine u visoko regulisanim granama.

Pojedina stečajna zakonodavstva više favorizuju reorganizaciju, dok neka na prvo mesto stavljaju zaštitu prava razlučnih poverilaca i stimulišu prodaju imovine stečajnih dužnika u toku postupka stečaja. Pretpostavka kojom se vode sistemi koji stimulišu prodaju imovine stečajnih dužnika je da će novi vlasnik obezbediti produktivnije korišćenje imovine stečajnih dužnika u poređenju sa starim vlasnicima. Švedski stečajni sistem je dobar primer aukcijskog pristupa. U Švedskoj se stečaj sprovodi kroz postupak aukcije koju organizuje lice imenovano od strane suda (stečajni upravnik). Sistem aukcije se sprovodi u slučaju reorganizacije i bankrotstva.[30] Novi vlasnik stečajnog dužnika i/ili njegove imovine postaje učesnik na aukciji koji ponudi najvišu cenu. Banke, pre svega postojeći poverioci kompanija koje su aplicirale za stečaj, najčešće finansiraju potencijalne kupce stečajnog dužnika i njegove imovine. Raspodela sredstava dobijenih prodajom stečajnog dužnika se vrši uz poštovanje prioriteta u namirenju.

[30] Deo disertacije koji opisuje stečajni postupak u Švedskoj preuzet je iz: Hotchkiss, E.S., Jonn, K., Mooradian R.M. & Thorburn, K.S. (2008). *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance.* North Holland: Elsevier, drugo izdanje, str. 67-72.

Dobavljači i banke, koji su nakon apliciranja kompanije za stečaj obezbedili stečajnom dužniku dodatna sredstva za normalno funkcionisanje, imaju prioritet namirenja ovih potraživanja, ali ne i prioritet u namirenju potraživanja koja su postojala u momentu podnošenja predloga za pokretanje stečaja. Stečajno zakonodavstvo zahteva da razlučni i prioritetni poverioci (država i zaposleni) budu namireni u celosti, dok neobezbeđeni dug može biti izmiren u iznosu ne manjem od 25%. Formira se poseban forum stečajnih poverilaca na kom se vrši pregovaranje visine namirenja njihovih potraživanja. Mnogi smatraju da ovakvo rešenje vodi velikom broju preuranjenih likvidacija kompanija koje se suočavaju sa finansijskim teškoćama, a koje su i dalje ekonomski vitalne.

Zakon o stečaju Republike Srbije u članu 93. stav 1. navodi da se od dana otvaranja stečajnog postupka protiv stečajnog dužnika, odnosno nad njegovom imovinom, ne može odrediti i sprovesti prinudno izvršenje, kao ni bilo koja druga mera izvršenja. Ova zabrana se ne odnosi na obaveze stečajne mase i troškove stečajnog postupka. Svi postupci izvršenja koji su vođeni na imovini stečajnog dužnika do otvaranja stečajnog postupka se obustavljaju. U članu 93. stav 5. Zakona o stečaju navedeno je da stečajni sudija na pisani zahtev razlučnog poverioca može odobriti ukidanje zabrane izvršenja i omogućiti razlučnom poveriocu odvojeno namirenje iz imovine koja je predmet razlučnog prava. Zahtev razlučnog poverioca se podnosi sa procenom predmetne imovine, a koja je sačinjena od strane ovlašćenog stručnog lica najkasnije godinu dana pre otvaranja stečajnog postupka. Na zahtev razlučnog poverioca da se odobri odvojeno namirenje iz založene imovine, stečajni sudija donosi odluku kojom se ukida zabrana izvršenja ili namirenja u odnosu na imovinu koja je predmet razlučnog prava i za koju se traži odvojeno namirenje. Ovu odluku sudija može doneti pod uslovom da je vrednost imovine koja je predmet razlučnog prava manja od iznosa obezbeđenog potraživanja tog poverioca, kao i da ista nije od ključnog značaja za sprovođenje reorganizacije stečajnog dužnika. Član 62. Zakona o stečaju predviđa da stečajni sudija na zahtev podnosioca predloga za pokretanje stečajnog postupka može doneti meru obezbeđenja kojom se zabranjuje ili privremeno odlaže sprovođenje izvršenja prema stečajnom dužniku, uključujući i zabranu ili privremeno odlaganje koje se odnosi na ostvarivanje prava razlučnih i založnih poverilaca. Ova mera se može doneti u prethodnom postupku koji se sprovodi u skladu sa unapred pripremljenim planom reorganizacije. Cilj mere zabrane izvršenja na imovini stečajnog dužnika

je sprečavanje njenog umanjenja u toku stečajnog postupka, a koja nastaje kao posledica pojedinačnih akcija poverilaca. Prodaja imovine stečajnog dužnika koja se vrši u toku stečajnog postupka u cilju namirenja poverilaca (razlučnih i stečajnih) je regulisana Nacionalnim standardom br. 5 - Nacionalni standard o načinu i postupku unovčenja imovine stečajnog dužnika.[31] Pored navedenog, planom reorganizacije može biti predviđena prodaja stečajnog dužnika ili njegove imovine u toku postupka reorganizacije. U toj situaciji se prodaja sprovodi u svemu u skladu sa odredbama koje predviđa plan reorganizacije. Odredbe koje predviđa Zakon o stečaju predstavljaju balans između namere zakonodavca da obezbedi zaštitu prava razlučnih poverilaca i zahteva za očuvanjem vrednosti imovine dužnika čiji se stečaj sprovodi reorganizacijom. Zakon o stečaju ne predviđa zabranu učešća povezanim licima stečajnog dužnika na aukcijama na kojima se prodaje imovina stečajnog dužnika.

U Republici Srbiji i dalje ostaje problem nedovoljne tražnje na tržištu nekretnina koji je uslovljen negativnim uticajem finansijske krize. U cilju sprečavanje prodaje stečajnih dužnika i njihove imovine po cenama koje su značajno niže od vrednosti koju ova imovina može postići u najboljoj upotrebi, država i poverioci treba da preduzimaju mere koje mogu pozitivno da utiču na rast tražnje za imovinom u vlasništvu kompanija u finansijskim teškoćama. Jedan od načina da se to postigne je kroz osnivanje kompanija specijalizovanih za kupovinu imovine koja je vlasništvu stečajnih dužnika; više o ovoj problematici biće u petom poglavlju disertacije. Dok se ne reši problem nedovoljne tražnje za imovinom kompanija u finansijskim teškoćama, poverioci, a pre svega banke kao najveći kreditori korporativnog sektora, mogu podstaći rehabilitaciju srpske privrede kroz obezbeđivanje dodatnih finansijskih sredstava kompanijama u finansijskim teškoćama.

[31] Nacionalni standardi za upravljanje stečajnom masom regulisani su Pravilnikom o utvrđivanju nacionalnih standarda za upravljanje stečajnom masom ("Sl. glasnik rs", br. 13/2010).

2.5.3. Novo zaduživanje kompanija u finansijskim teškoćama

Osnovna karakteristika kompanija koje se suočavaju sa finansijskim teškoćama je postojanje gepova u likvidnosti koji se ne mogu pokriti iz redovnog poslovanja. Pored prodaje imovine kompanija u finansijskim teškoćama, novo zaduživanje je takođe jedan od načina da se ovi gepovi u likvidnosti pokriju. Mogućnost kompanije u finansijskim teškoćama da se dodatno zadužuje ograničena je: 1) asimetričnim informacijama; 2) stečajnom regulativom; 3) postojanjem imovine koja može da se ponudi kao sredstvo obezbeđenja po novim kreditima, i 4) udelom likvidnih sredstava u ukupnim sredstvima kompanije.

Problem informacione asimetrije može da se reši fokusiranjem poverilaca na tip informacija koje su izvor asimetrije, i upućivanjem zahteva menadžmentu kompanije da te informacije dostavi. Ovaj zahtev može biti upućen direktno menadžmentu, stečajnom upravniku ili odboru poverilaca. Banke će biti spremnije da odobre nova finansijska sredstva zdravim kompanijama, kao i kompanijama u finansijskim teškoćama koje posluju u zakonskim sistemima gde poverioci imaju privilegovan položaj u odnosu na stečajnog dužnika, Gangopadhyay & Wihlborg (2001), Raghuram & Zingales (1995), La Porta i dr. (1997) i Djankov i dr. (2005). U ovim sistemima postavljaju se veći zahtevi pred stečajne dužnike u pogledu informacija koje moraju dostaviti poveriocima u toku stečajnog postupka, i time se smanjuje informaciona asimetrija između stečajnih dužnika i poverilaca. Pored navedenog, veće stimulisanje kreditora da obezbede dodatna finansijska sredstva kompanijama koje su aplicirale za stečajnu reorganizaciju zavisi od prava kreditora da ostvare prioritet u naplati ovih potraživanja. Pojedini stečajni sistemi previđaju mogućnost menadžmenta stečajnog dužnika, ili stečajnog upravnika, da se nakon apliciranja kompanije za stečaj dodatno zadužuju za potrebe finansiranja poslovne delatnosti stečajnog dužnika. Poverioci koja su ova sredstva obezbedili imaju prioritet u naplati tog dela potraživanja. Još jedno ograničenje za novo zaduživanje jeste postojanje imovine koja se može ponuditi kao sredstvo obezbeđenja po kreditima. Kompanije koje su već založile celokupnu imovinu su ograničene u mogućnostima da pribave dodatna sredstva za finansiranje poslovanja nakon apliciranja za stečaj. Ovaj problem se može rešiti kroz spremnost drugih poverilaca da oslobode deo svog obezbeđenja, pogotovo u situaciji kada je imovina koja je predmet založnog prava značajno veće vrednosti od njihovog potraživanja. Pored navedenog, vlasnici kompanija u finansijskim teškoćama i

druga lica povezana sa stečajnim dužnikom mogu da ponude sopstvenu imovinu ili imovinu trećih lica kao obezbeđenje po kreditima stečajnog dužnika. Ovo može da bude signal investicionoj javnosti da vlasnici veruju u rehabilitaciju kompanije. Još jedan od faktora koji opredeljuje mogućnost kompanije da se dodatno zadužuje u toku postupka stečaja jeste udeo likvidne imovine u ukupnoj imovini. Kompanije koje imaju bolju likvidnost merenu udelom obrtne imovine u ukupnoj imovini imaju veću verovatnoću dobijanja novih kredita u toku postupka stečaja, Dahiya i dr. (2003: 269).

Jedan od primera stečajnih sistema koji stimuliše finansiranje kompanija u finansijskim teškoćama jeste stečajni sistem Sjedinjenih Američkih Država. Novo zaduživanje kompanija u finansijskim teškoćama na prvom mestu treba da obezbedi kontinuitet njihovog poslovanja u toku stečajnog postupka. Menadžmentu kompanije je data mogućnost da se dodatno zadužuje nakon apliciranja kompanije za stečaj u sledećim slučajevima: 1) plaćanje usluga konsultanata i drugih stručnjaka angažovanih za potrebe izrade plana reorganizacije; 2) pribavljanje obrtnog kapitala neophodnog za normalno funkcionisanje kompanije u toku stečajnog postupka, i 3) finansiranje kapitalnih izdataka i/ili troškova održavanja nastalih u vezi sa korišćenjem osnovnih sredstava stečajnog dužnika, Altman & Hotchkiss (2006: 44). Menadžment kompanije može da se zaduži i za finansiranje aktivnosti koje su izvan redovnog poslovanja, ali je za ovo potrebna saglasnost stečajnog sudije. Prilikom podnošenja zahteva sudu za dodatno zaduživanje, menadžment kompanije mora da dostavi: projektovani novčani tok, biznis plan, procenu vrednosti imovine stečajnog dužnika, ocenu da je dodatno finansiranje ekonomski održivo, kao i predlog obezbeđenja. Potraživanja poverilaca koja su nastala nakon apliciranja kompanije za stečaj imaju prioritet u naplati u odnosu na potraživanja stečajnih poverilaca koja su postojala u momentu apliciranja kompanije za stečaj, ali i prioritet u odnosu na administrativne troškove stečaja, Chatterjee i dr. (2004: 3100). U ulozi kreditora se najčešće javljaju banke koje su postojeći poverioci kompanija u finansijskim teškoćama, kompanije koje su specijalizovane za ovakav vid investiranja (npr. Citigroup, J.P. Morgan Chase i dr.), ali i bilo koje treće lice ili postojeći poverilac koji ovaj vid finansiranja želi da iskoristi za preuzimanje kontrole nad kompanijom u finansijskim teškoćama.

Obezbeđivanje dodatnih finansijskih sredstava kompanijama u finansijskim teškoćama treba da omogući: 1) skraćivanje vremena koje ove kompanije provedu u stečaju; 2) njihov brži oporavak nakon izlaska iz stečaja; 3) rast cena akcija koji nastaje kao posledica tržišnog optimizma na samu najavu dodatnog zaduživanja i apliciranja kompanije za stečajnu reorganizaciju, i 4) bolju kontrolu poslovanja stečajnih dužnika od strane poverilaca koji su obezbedili dodatna sredstva, John, 1993[32]; Carapeto, 2003[33]; Dahiya i dr., 2003[34], (citirano prema: Chatterjee i dr., 2004: 3098). Dahiya i dr. (2003: 259) su utvrdili postojanje pozitivne veze između novog zaduživanja kompanija u toku stečajnog postupka i verovatnoće izlaska iz stečaja kroz usvajanje plana reorganizacije. Koliko je značaj ovog vida finansiranja za američke kompanije u finansijskim teškoćama govori i podatak da je tokom 1988. – 1997. godine njih 30,67% dobilo nova finansijska sredstva u toku Poglavlja 11, Dahiya i dr. (2003: 266). Treba imati u vidu da su poverioci koji obezbede ova sredstva izloženi značajnom riziku, odnosno potencijalnim gubicima koji mogu nastati u slučaju da stečajni poverioci ne obezbede podršku predloženog plana reorganizacije. Ovo za posledicu ima da poverioci ugrađuju u ugovore zaštitne odredbe i obračunavaju više kamate i naknade za sredstva koja odobre nakon apliciranja kompanije za stečaj, Chatterjee i dr. (2004: 3097). Postoje i kritike ovakvog vida finansiranja u smislu da on može da motiviše menadžment da investira u projekte sa negativnom neto sadašnjom vrednošću, Gertner & Scharfstein (1991)[35]; Triantis, (1993)[36], (citirano prema: Chatterjee i dr., 2004: 3098). Ovaj vid finansiranja može da dovede i do transfera bogatstva sa postojećih poverilaca na poverioce koji su obezbedili dodatna sredstva kompaniji nakon njenog apliciranja za stečaj, Bebchuk & Fried (1996)[37]; Warren (1996)[38], (citirano prema: Chatterjee i dr., 2004: 3104).

---

[32] John, K. (1993). Managing Financial Distress and Valuing Distressed Securities: A Survey and Research A[illegible]a. *Financial Management*. Vol. 22, No. 3, str. 60–78.

[33] Carapeto, M. (2003). Does Debtor-in-Possession Financing Add Value? Working paper, Cass Business Sc[illegible].

[34] Dahiya, S., John, K., Puri, M. & Ramirez, G.G. (2003). Debtor-in-Possession Financing and Bankruptcy R[illegible]tion: Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*. Vol. 69, str. 259–280.

[35] Gertner, R. & Scharfstein, D. (1991). A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law. *The Journal of Finance*. Vol[illegible] str. 1189–1222.

[36] Triantis, G. (1993). A Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Financing. *Vanderbilt Law Review*. V[illegible], str. 901–935.

[37] Bebchuk, L. & Fried, J. (1996). The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy. *Yale Law Jo[illegible]*. Vol. 105, str. 857–891.

[38] Warren, E. (1996). An Article 9 Set Aside for Unsecured Creditors. 51 Consumer finance law quarterly report 323.

Zakon o stečaju Republike Srbije u članu 27. stav 2. i stav 3. navodi da stečajni upravnik može uzeti kredit ili zajam u toku stečajnog postupka. Novi krediti mogu biti obezbeđeni imovinom u vlasništvu stečajnog dužnika koja nije založena u korist drugih poverilaca. Nova zaduženja koja nisu obezbeđena založnim pravom se smatraju troškom stečaja i ulaze u prvi isplatni red. Stečajni upravnik za dodatno zaduživanje mora dobiti saglasnost stečajnog sudije i odbora poverilaca, Zakon o stečaju član 28. stav 1. U slučaju kompanija kod kojih se stečajni postupak sprovodi u skladu sa unapred pripremljenim planom reorganizacije, dodatno zaduživanje je moguće uz prethodnu saglasnost privremenog stečajnog upravnika, pod uslovom da je isti imenovan kao mera obezbeđenja i rešenjem suda se zahteva njegova saglasnost na ovu radnju, i uz saglasnost stečajnog sudije. Ukoliko privremeni stečajni upravnik nije imenovan u prethodnom stečajnom postupku, shodno članu 18. stav 1. tačka 4. Zakona o stečaju, menadžment kompanije za dodatno zaduživanje mora dobiti prethodnu saglasnost stečajnog sudije. Obaveze koje nastanu iz dodatnog zaduživanja u prethodnom stečajnom postupku se izmiruju shodno dogovorenoj dinamici plaćanja i nemaju prioritet naplate u slučaju da se unapred pripremljeni plan reorganizacije odbaci i nad stečajnom dužnikom otvori stečajni postupak. U slučaju da se kompanija zadužuje nakon što je usvojen plan reorganizacije, uslovi otplate se dogovaraju sa zajmodavcem i ova sredstva nemaju prioritet u naplati ukoliko kompanija ponovo aplicira za stečaj. U pojedinim situacijama plan reorganizacije može ograničiti visinu dodatnog zaduženja u toku sprovođenja reorganizacije, ali i precizirati uslove pod kojima se kompanija može zadužiti. Ovakve odredbe treba da spreče oštećenje postojećih poverilaca kompanije koje može da nastane nakon usvajanja plana reorganizacije i izlaska kompanije iz stečaja.

Iako Zakon o stečaju ne zabranjuje dodatno zaduživanje u toku stečajnog postupka, on ga i ne stimuliše jer poverioci koji obezbede ova sredstva ne samo da se suočavaju sa velikim rizikom da pretrpe gubitke u slučaju da dođe do obustave u sprovođenju plana, nego ta potraživanja nemaju ni prioritet u naplati. Države koje se suočavaju sa masovnim stečajevima, nelikvidnim tržištem kapitala i slabom tražnjom na tržištu nekretnina, kao što je Republika Srbija, imaju interes da stimulišu finansiranje kompanija u finansijskim teškoćama. Ovo se

može postići ugrađivanjem u stečajni sistem odredbi koje daju prioritet u naplati potraživanja poverilaca koja su nastala iz ovakvog vida finansijske podrške, ali i direktnim obezbeđivanjem finansijske podrške ovim kompanijama od strane države. Preduslov finansijske podrške od strane države i kreditora je da su kompanije u finansijskim teškoćama ekonomske vitalne. U slučaju kompanija u finansijskim teškoćama koje nisu ekonomski vitalne, jedina ekonomski opravdana odluka je da nastavak stečaja bude kroz bankrotstvo. Svaka dodatna finansijska podrška ovim kompanijama vodila bi uništavanju vrednosti na mikro i makro nivou.

2.5.4. Ostale mere reorganizacije

Pored napred navedenih mera reorganizacije, Zakon o stečaju Republike Srbije navodi i niz drugih mera koje su u funkciji rehabilitacije poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama. U kontekstu cilja ove disertacije, u delu koji sledi izložiće se sledeće mere: konverzije duga u kapital, promena pravne forme i statusne promene. Ove mere utiču na mehanizme korporativnog upravljanja, i u kombinaciji sa drugim merama mogu da doprinesu rehabilitaciji poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama.

2.5.4.1. Konverzija duga u kapital

Konverzija duga u osnovni kapital (eng. *debt-to-equity swap*) predstavlja zamenu potraživanja poverilaca za učešće u osnovnom kapitalu stečajnog dužnika. Po izvršenoj konverziji učešće starih vlasnika se smanjuje u korist poverilaca koji postaju novi vlasnici. Ekonomski gledano konverzija duga u kapital predstavlja transformaciju dugova u sopstveni kapital. U finansijskom smislu konverzija duga u kapital se može poistovetiti sa refinansiranjem koje vodi smanjenju finansijskog leveridža. U računovodstvenom smislu krajnji efekat konverzije je povećanje osnovnog kapitala i smanjenje dugova. U pravnom smislu konverzija duga u kapital predstavlja zamenu ispunjenja, odnosno nakon što je potraživanje konvertovano u kapital isto se gasi jer je obaveza stečajnog dužnika ispunjena.

Konverzija duga u kapital se najčešće koristi kao mehanizam korporativnog upravljanja, odnosno za preuzimanje kontrole nad kompanijama u finansijskim teškoćama od strane poverilaca. Istovremeno konverzija duga u kapital može voditi razvodnjavanju vlasništva i to u situaciji kada je broj poverilaca koji stiču udeo u vlasništvu kompanije veliki, a njihova

potraživanja mala. U uslovima slabe zaštite prava manjinskih akcionara, konverzija duga u kapital koja vodi razvodnjavanju vlasništva može imati negativan uticaj na performanse kompanije zbog lošeg upravljanja agencijskim problemom. Dodatan problem koji ovu meru može učiniti manje efikasnom jeste pasivnost poverilaca koji nakon sprovedene konverzije ne moraju imati interes da vrše kontrolu poslovanja kompanija u kojima su stekli učešće u kapitalu.

Zakon o stečaju u članu 157. predviđa konverziju duga u kapital kao jednu od mera za realizaciju planova reorganizacije. Prilikom definisanja konverzije duga u kapital kao mere reorganizacije, stečajni dužnik mora voditi računa o tome da ova mera bude jasno definisana. Svaka nepreciznost u ovom kontekstu može otežati sprovođenje konverzije u postupku reorganizacije. Konverziju duga u kapital mora odobriti Komisija za zaštitu konkurencije. Pored zakonskih odredbi u delu zaštite konkurencije, u Republici Srbiji konverzija duga u kapital je regulisana i regulativom u oblasti tržišta kapitala, kompanijskim i obligacionim pravom.

U Republici Srbiji ova mera još uvek nije u dovoljnoj primeni. Za banke, kao najveće poverioce korporativnog sektora, postoji zakonsko ograničenje u primeni ove mere. Naime postojeći Zakon o bankama u članu 34. stav 1. predviđa ograničenje učešća banaka u kapitalu drugih pravnih lica koja nisu u finansijskom sektoru do visine 10% kapitala banaka. Ovo ograničenje se primenjuje na sve banke koje posluju u Republici Srbiji, i važi i u slučaju mere konverzije duga u kapital koja se primenjuje u skladu sa usvojenim planom reorganizacije.

Još jedna od mera koja se može primeniti u slučaju obezbeđenih dugova kompanija u finansijskim teškoćama jeste sekjuritizacija, a koja je po svojoj prirodi slična konverziji duga u kapital. Ona nije decidno navedena u Zakonu o stečaju kao mera reorganizacije, ali je članom 157. stav 1. tačka 19. ovog zakona predviđeno da stečajni dužnik može primeniti i druge mere od značaja za realizaciju plana reorganizacije. Sekjuritizacija predstavlja model finansiranja i upravljanja rizicima kojim inicijator prenosi skup postojećih ili budućih potraživanja društvu za upravljanje fondovima sekjuritizacije. Potraživanja koja se prenose su obezbeđena hipotekom. Fondovi na koje se prenose potraživanja izdaju hartije od vrednosti koje su takođe obezbeđene imovinom. Ovim hartijama od vrednosti se aktivno trguje na tržištu. Sekjuritizacija može značajno da poveća likvidnost bankarskog tržišta i obezbedi njegovu diversifikaciju, ali

su preduslovi za njenu primenu u Republici Srbiji pojava specijalizovanih investicionih fondova zainteresovanih za ovakav vid ulaganja, kao i donošenje zakonskih propisa koji bi regulisali ovu oblast.

2.5.4.2. Promena pravne forme kao mera reorganizacije

Mera konverzije duga u kapital često može biti praćena promenom pravne forme stečajnog dužnika. Pod promenom pravne forme podrazumeva se prelazak (transformacija) društva iz jedne pravne forme u drugu. Posle promene pravne forme privredno društvo nastavlja da posluje kao isto pravno lice tj. zadržava pravni subjektivitet, ali je ono sada organizovano u drugoj pravnoj formi. Iz navedenog se može zaključiti da promena pravne forme privrednog društva ne zadire u njegov pravni status. Zakon o privrednim društvima definiše sledeće promene pravne forme, a koje se mogu sprovesti i u postupku stečajne reorganizacije:

- Promena pravne forme akcionarskog društva u društvo sa ograničenom odgovornošću;
- Promena pravne forme akcionarskog društva u ortačko ili komanditno društvo;
- Promena pravne forme društva sa ograničenom odgovornošću u akcionarsko društvo;
- Promena pravne forme društva sa ograničenom odgovornošću u ortačko ili komanditno društvo;
- Promena pravne forme ortačkog i komanditnog društva u društvo sa ograničenom odgovornošću i akcionarsko društvo;
- Promena pravne forme ortačkog društva u komanditno društvo i obrnuto.

Najvažnije promene pravnih formi su pretvaranje akcionarskog društva u društvo sa ograničenom odgovornošću i obrnuto. Razlozi za promenu pravne forme akcionarskog društva u društvo sa ograničenom odgovornošću se ogledaju u jednostavnijoj (bržoj) proceduri odlučivanja. U slučaju da se vrši promena pravne forme iz otvorenog akcionarskog društva u društvo sa ograničenom odgovornošću, razlog promene pravne forme može biti i potreba za smanjivanjem obima informacija o poslovanju kompanije koje se moraju obelodaniti široj javnosti, a što u krajnjoj meri vodi manjoj transparentnosti poslovanja. Razlozi za promenu

pravne forme iz društva sa ograničenom odgovornošću u otvoreno akcionarsko društvo se ogledaju u potrebi za lakšim obezbeđivanjem sredstava kroz dodatnu emisiju akcija. Pored navedenog, akcionarska društva (otvorena i zatvorena) imaju mogućnost obezbeđivanja dodatnih sredstava emisijom obveznica. Nedostaci ovog vida promene pravne forme se ogledaju u povećanim informacionim zahtevima berze u pogledu poslovanja i prospekata koje kompanija treba da dostavi (ovo u slučaju konverzije društva sa ograničenom odgovornošću u otvorena akcionarska društva), ali i komplikovanoj proceduri odlučivanja koja se vezuje za akcionarska društva (otvorena i zatvorena).

U kontekstu Republike Srbije, mali broj kompanija predviđa promenu pravne forme kao meru reorganizacije. Veća primena ove mere zahtevala bi razvoj tržišta kapitala jer bi se time stvorili uslovi korišćenja prednosti koje nudi organizacija kompanija u formi otvorenog akcionarskog društva.

2.5.4.3. Statusne promene kao mera reorganizacije

Statusne promene mogu da budu sredstvo za preuzimanje kontrole nad poslovanjem stečajnog dužnika, ali i mera koja može da doprinese boljoj organizaciji poslovanja kompanije. Zakon o privrednim društvima u članu 483. stavu 1. definiše statusne promene kao promene kod kojih dolazi do prenosa imovine i obaveze sa jednog na drugo društvo ili više njih, dok članovi društva čija se imovina i obaveze prenose stiču akcije ili udele u društvu na koje se vrši prenos imovine i obaveza. U statusnoj promeni postoje dve strane: društvo prenosilac i društvo sticalac. Društvo prenosilac je društvo čija se imovina i obaveze prenose na drugo društvo, a društvo sticalac je društvo koje stiče tu imovinu i postaje pravni naslednik društva prenosioca. Prenos imovinskih celina i obaveza je moguć samo ukoliko u ovom prenosu učestvuju najmanje dva privredna društva koja ne moraju imati istu pravnu formu. Pod imovinskom celinom se misli na aktivu društva prenosioca, dok se pod obavezama misli na njegovu ukupnu pasivu. Prenos prava i obaveza može da se ostvari putem: pripajanja, spajanja, podele i izdvajanja, kako predviđa Zakon o privrednim društvima u članu 485. U slučaju statusne promene pripajanja, jedno ili više društava se pripaja drugom društvu na koje prenosi celokupnu imovinu i obaveze. Po izvršenoj statusnoj promeni društvo prenosilac prestaje da postoji. Kada je reč o spajanju, dva ili više društva se mogu spojiti osnivanjem novog pravnog lica na koje prenose svoju

imovinu i obaveze, i po završenoj statusnoj promeni društva koja su se spojila prestaju da postoje. U slučaju podele, društvo prenosilac prenosi svoju celokupnu imovinu i obaveze na jedno ili više društava i prestaje da postoji bez sprovođenja postupka likvidacije. Kod izdvajanja društvo prenosilac prenosi deo svoje imovine i obaveza na jedno ili više društava, a nakon sprovedene statusne promene nastavlja da posluje zadržavajući svoj ekonomski i pravni subjektivitet. Kada je reč o nominalnoj vrednosti udela i akcija koje se prenose, članovi, odnosno akcionari društva prenosioca zadržavaju svoj status člana, odnosno akcionara, kao i vrednost svojih udela, odnosno akcija. Oni ne moraju da zadrže isti odnos vrednosti udela (akcija) u odnosu na vrednost osnovnog kapitala u društvu sticaocu posle izvršene statusne promene. Ekonomski gledano, nezavisno od tipa statusne promene, poslovanje subjekta prenosioca se ne gasi, a što je iz ugla dobavljača, kupaca i zaposlenih mnogo bitniji aspekt od pravnog.

U stečaju statusna promena se može vršiti samo u situaciji kada je planom reorganizacije ona predviđena kao jedna od mera reorganizacije. U slučaju bankrotstva nije moguće vršiti statusne promene. U Republici Srbiji ova mera reorganizacije još uvek nije u dovoljnoj meri u upotrebi iz sledećih razloga:

1. Obaveze kompanija u finansijskim teškoćama, a koje bi bile prenete na društvo sticaoca, ostaju na visokom nivou nakon usvajanja plana reorganizacije;
2. Poreski podsticaji se efektivno ne mogu realizovati od strane društva sticaoca. Zakon o porezu na dobit u član 32. navodi da se gubici iz poslovnih, finansijskih i neposlovnih transakcija koji su utvrđeni u poreskom bilansu, izuzev onih iz kojih proizlaze kapitalni dobici i gubici, mogu preneti na račun dobiti utvrđene u poreskom bilansu u periodu ne dužem od pet godina. Kompanijama u finansijskim teškoćama je potrebno nekoliko godina da nakon usvajanja plana reorganizacije počnu da ostvaruju pozitivan neto rezultat, a zbog čega one nisu u mogućnosti da efektivno ostvare poreske uštede od akumuliranih gubitaka kompanija u finansijskim teškoćama. Ovo istovremeno smanjuje podsticaj kupovine kompanija koje su aplicirale za stečajnu reorganizaciju u toku postupka stečaja, ali i nakon izlaska iz njega;

3. Stečajni postupak u Republici Srbiji traje u proseku 2-3 godine i u toku ovog perioda izgubi se značajan deo vrednosti kompanije. Zbog navedenog, postoji velika neizvesnost u pogledu mogućnosti kompanije da nastavi da posluje nakon izlaska iz stečaja, ili bi taj nastavak uključivao značajna dodatna ulaganja društva sticaoca.

Uticaj koje će pojedine mere reorganizacije imati na poslovanje kompanije nakon izlaska iz stečaja primarno je određen sledećim faktorima: kvalitetom menadžmenta, finansijskim performansama kompanije i makroekonomskim uslovima. U delu disertacije koji sledi ukazaće se na doprinos pojedinih faktora rehabilitaciji poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama.

2.6. Uspešnost stečajne reorganizacije kao mehanizma za rehabilitaciju poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama

Postoje različita shvatanja šta se smatra uspešnom reorganizacijom u stečaju. Uspešnost reorganizacije može da se posmatra u kontekstu izlaska kompanije iz stečaja kroz usvajanje plana reorganizacije, ali i kroz uspešnost kompanije da sprovede reorganizaciju, odnosno da nakon usvajanja plana reorganizacije ne aplicira ponovo za stečaj. Pojedini autori smatraju da je uspešna reorganizacije ona kod koje kompanija nastavlja da posluje kao isto pravno lice nakon izlaska iz stečaja nezavisno od obima imovine koja je otuđena u toku stečajnog postupka (eng. *entity survival*). Sa druge strane, za dobavljače, kupce i zaposlene je mnogo bitnije da poslovanje kompanije ostane netaknuto (eng. *business survival*). U kontekstu ove disertacije, reorganizacija se smatra uspešnom ukoliko nakon usvajanja plana reorganizacije ili unapred pripremljenog plana reorganizacije nad kompanijom se ne otvori ponovo stečaj. Razlog ovakvog pristupa se ogleda u činjenici da stečajna reorganizacija treba da obezbedi opstanak ekonomski vitalnim kompanijama čija je „going concern" vrednost veća od likvidacione vrednosti. Ostvarivanjem ovog cilja stečajni sistem omogućava kreiranje vrednosti na makro i mikro nivou, a što je istovremeno preduslov stvaranja konkurentnog privrednog ambijenta. Samo reorganizacije koje su sprovedene do kraja doprinose kreiranju vrednosti, dok obustava sprovođenja plana reorganizacije onemogućava da se realizuje projektovana „going concern" vrednost kompanija u finansijskim teškoćama.

U delu teksta koji sledi, hronološkim redosledom izložiće se rezultati najznačajnijih istraživanja koja se bave uspešnošću stečajne reorganizacije. Istraživanja iz ove oblasti sprovedena su na primeru američkih kompanija, dok za zemlje Jugoistočne Evrope, prema najboljem saznanju autora, ovakva istraživanja ne postoje. Prilikom merenja performansi kompanija u finansijskim teškoćama ova istraživanja koriste tri grupe indikatora: operativne rezultate poslovanja, sposobnost kompanije da ostvari projektovane novčane tokove i kretanje cene akcija kompanija nakon usvojenog plana reorganizacije. LoPucki & Whitford (1993a: 607-611) su proučavanjem 43 velike kompanije koje su aplicirale za Poglavlje 11 u periodu 1979. – 1988. (neposredno pre reformi stečajnog zakonodavstva i nakon reformi) utvrdili da 32% ovih kompanija u roku od četiri godine od usvajanja plana reorganizacije ponovo aplicira za stečaj. Ovi autori su naveli da su dva osnovna razloga ponovnog apliciranja kompanija za stečaj: visok nivo dugova nakon izlaska iz stečaja i preoptimistične projekcije menadžmenta u pogledu prospekta kompanije nakon usvajanja plana reorganizacije. Hotchkiss (1995: 4-20) je posmatranjem 197 kompanija u finansijskim teškoćama koje su izašle iz stečaja usvajanjem plana reorganizacije 1989. godine utvrdila da je 32% ovih kompanija ponovo apliciralo za stečaj ili reprogramiralo dugove u privatnim pregovorima sa poveriocima. Menadžment kompanija kao najčešće razloge ponovnog apliciranja za stečaj ili reprogram dugova u privatnim pregovorima sa poveriocima navodi zadržavanje visokog nivoa dugova u strukturi kapitala i operativne probleme u poslovanju kompanija. Pored navedenog, autor Hotchkiss (1995) je utvrdila da su kompanije koje su zadržale isti menadžment imale slabije performanse nakon usvajanja plana reorganizacije, kao i da su veće kompanije imale manju verovatnoću ostvarivanja negativnog poslovnog rezultata nakon izlaska iz stečaja. Pozitivan uticaj od uvođenja novog menadžmenta na uspešnost reorganizacije potvrdili su i Bogan & Sandler (2012: 612) na primeru 131 kompanije koje su aplicirale za Poglavlje 11 u periodu 1997. – 2002. Evans i dr. (2014: 965) su na primeru 264 američke kompanije koje su usvojile planove reorganizacije u stečaju u periodu 1980. – 2004. potvrdili da je smena menadžmenta imala pozitivan uticaj na uspešnost stečajne reorganizacije 80-ih godina XX veka, dok je 90-tih godina prošlog veka ovaj uticaj bio negativan. Promena uticaja smene menadžmenta na ishod stečajne reorganizacije ovi autori objašnjavaju jačanjem uticaja poverilaca na ishod stečaja i promenama na tržištu radne snage. Gilson (1997: 165-190) je na primeru 109 kompanija koje su restrukturirale dugove u privatnim pregovorima sa poveriocima ili usvojile plan

reorganizacije u stečaju u periodu 1980. – 1989. utvrdio da je 25% posmatranih kompanija apliciralo za stečaj nakon što je završeno restrukturiranje dugova. Zadržavanje visokog nivoa dugova nakon restrukturiranja je bio glavni razlog neuspeha posmatranih kompanija. U posmatranom uzorku, 70% kompanija je imalo finansijski leveridž, meren odnosom dugoročnog duga i imovine, značajno veći od industrijskog proseka. Visok nivo leveridža je služio poveriocima da zadrže kontrolu nad poslovanjem kompanija nakon usvajanja plana reorganizacije. McHugh i dr. (1998: 31) su posmatranjem 35 kompanija koje su izašle iz Poglavlja 11 u periodu 1990. – 1994. utvrdili da su preoptimistične projekcije novčanog toka u planovima reorganizacije glavni uzrok neuspešnih reorganizacija. Betker i dr. (1999: 21) su na primeru 69 kompanija koje su izašle iz Poglavlja 11 u periodu 1984. – 1994. utvrdili da su preoptimistične projekcije novčanog toka glavni uzrok neuspeha ovih kompanija i ponovnog apliciranja za stečaj. Gotovo 70% kompanija je imalo pogrešnu (preoptimističnu) projekciju EBIT-a za drugu godinu poslovanja od usvajanja plana reorganizacije, dok je u četvrtoj godini njih 180% imalo pogrešnu procenu EBIT-a. Menadžment je prikazivao preoptimistične projekcije novčanog toka u planovima reorganizacije kako bi obezbedio njihovu podršku od strane poverilaca.

Rezultati istraživanja se razlikuju kada je u pitanju mogućnost kompanija koje su usvojile planove reorganizacije da ostvaruju iznad prosečne prinose na akcije. Surendranath & Madura (2010: 1145) su utvrdili da se stopa prinosa na akcije kompanija u finansijskim teškoćama ne razlikuje značajnije od prinosa S&P 500 indeksa. Za razliku od njih, Eberhart i dr. (1999: 1867) su posmatranjem 131 kompanije koje su izašle iz Poglavlja 11 u periodu 1980. – 1993. utvrdili da je značajan broj ovih kompanija u periodu od 200 dana nakon usvajanja planova reorganizacije ostvarivao abnormalne stope prinosa koje su varirale od 24,6% do 138,8%. Lee & Cunney (2004) su proučavanjem 111 kompanija koje su izašle iz stečaja u periodu 1988. – 2003. utvrdili da su akcije ovih kompanija u 50% slučajeva ostvarivale stope prinosa veće od prinosa na S&P 500 indeks u periodu od 12 meseci nakon usvajanja plana reorganizacije, ali uz prisutnu značajnu volatilnost prinosa, (citirano prema Altman, 2010: 3-4). Shaker (2014: 19) je na primeru 59 američkih kompanija koje su izašle iz Poglavlja 11 usvajanjem plana reorganizacije u periodu 1994. – 2011. utvrdio da su akcije ovih kompanija u proseku

ostvarivale abnormalne stope prinosa, a za period 1994. – 2006. ovaj rast prinosa je bio prisutan u kratkom i dugom roku.

U kontekstu vremena koji protekne do ponovnog apliciranja za stečaj, autor Altman (2010: 5-9) je posmatranjem 41 kompanije koje su nakon izlaska iz Poglavlja 11 ponovo aplicirale za stečaj između 2008.-2009. godine utvrdio da je preko 55% ovih kompanija ponovno apliciralo za stečaj u periodu od pet godina od izlaska iz Poglavlja 11, a u 15% slučajeva ponovno apliciranje za stečaj je bilo u periodu od 6 godina od usvajanja plana reorganizacije. Prosečno vreme od izlaska iz Poglavlja 11 do ponovnog apliciranja za stečaj za ceo period posmatranja bilo je 3 godine i 4 meseca. Ovaj autor je ustanovio da su kompanije koje su ponovo aplicirale za stečaj imale lošije finansijske performanse i značajno veći leveridž nakon izlaska iz stečaja (tri puta veći leveridž u poređenju sa zdravim kompanijama koje posluju u istoj grani).

Iako se navedeni rezultati razlikuju čak i za isti period posmatranja, ova istraživanja ukazuju da kompanije koje usvoje planove reorganizacije imaju šansu da rehabilituju poslovanje nakon izlaska iz stečaja, kao i da ulaganja u ove kompanije mogu biti profitabilna. Kompanije koje imaju bolje finansijske performanse i manji finansijski leveridž, kao i kompanije koje izvrše restrukturiranje menadžmenta, imaju veću šansu da izađu iz stečaja i sprovedu usvojene planove reorganizacije. U kontekstu Republike Srbije, imajući u vidu da je veće korišćenje stečajne reorganizacije kao mehanizma za rehabilitaciju poslovanja počelo od 2011. godine, još uvek je rano donositi konačan zaključak u pogledu uspešnosti usvojenih planova reorganizacije. Faktori koji su od ključnog značaja za uspešnost usvojenih planova reorganizacije u Republici Srbiji su: 1) blagovremeno apliciranje za stečajnu reorganizaciju; 2) usvajanje planova reorganizacije samo u slučaju ekonomski vitalnih kompanija; 3) kontrola konflikta interesa koji se javljaju između učesnika stečaja; 4) jačanje internih mehanizama korporativnog upravljanja; 5) veće uključivanja poverilaca, a pre svega banaka, u kontrolu poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama, i 6) ulazak stranih investitora spremnih da ulože kapital u kompanije u finansijskim teškoćama. Vlasnici i menadžment kompanija koje se suočavaju sa finansijskim teškoćama često kroz privatne pregovore sa poveriocima oko reprograma dugova kupuju vreme bez realne namere da nastale probleme reše, ili ih rešavaju

samo sa pojedinim poveriocima dok najveći deo obaveza i dalje predstavlja pritisak na već narušenu likvidnost i solventnost. Dalji nastavak poslovanja ovih kompanija i izbegavanje apliciranja za stečaj vodi dubljem pogoršavanju finansijskog zdravlja, dok se rizik nastavka poslovanja prevaljuje na poverioce. Najveći broj srpskih kompanija nad kojima je otvoren stečaj je ostvarivao duži niz godina negativan neto rezultat, a neke od njih više i nemaju poslovanje usled gubitka tržišta, ili prebacivanja poslovanja na druge vlasnički i/ili ekonomski povezane kompanije. Imajući u vidu da stečajni postupak može da traje više godina, „going concern" vrednost se u toku stečajnog postupka dodatno umanjuje usled rasta indirektnih troškova stečaja. Ovo smanjuje mogućnost oporavka kompanija u finansijskim teškoćama koje su i dalje ekonomski vitalne. Informaciona asimetrija i konflikti interesa dodatno ostvaruju negativan uticaj na vrednost kompanija u finansijskim teškoćama. Efikasno upravljanje konfliktima interesa je jedan od imperativa za menadžment stečajnog dužnika, stečajnog upravnika i stečajnu regulative; više o ovoj problematici biće u trećem poglavlju disertacije. Jačanje internih mehanizama korporativnog upravljanja pretpostavlja angažovanje kvalitetnih menadžera sa iskustvom upravljanja kompanijama u finansijskim teškoćama, ali i formulisanje bonusnih šema koje će zadržati kvalitetan menadžment u toku stečajnog postupka i nakon usvajanja plana reorganizacije. Pored jačanja internih mehanizama korporativnog upravljanja, veće uključivanje poverilaca, i to pre svega banaka, u tok postupka stečaja i kontrolu poslovanja kompanija nakon što se počne sa primenom planova reorganizacije može da ima disciplinujući efekat na menadžment i vlasnike kompanija, i da bude supstitut nerazvijenom tržištu kapitala. U kontekstu ulaska stranih investitora spremnih da ulože kapital u kompanije u finansijskim teškoćama, Republika Srbija u narednom periodu treba da poveća efikasnost stečajne regulative i ostalih postupaka naplate potraživanja poverilaca.

Imajući u vidu da nastupanje finansijskih teškoća i rizika stečaja vodi nastanku mnogobrojnih konflikata interesa između učesnika stečaja, ali i promenama ključnih mehanizama korporativnog upravljanja, u delu disertacije koji sledi detaljnije ćemo izložiti ovu problematiku.

3. KORPORATIVNO UPRAVLJANJE U KOMPANIJAMA U FINANSIJSKIM TEŠKOĆAMA

Ulazak kompanije u finansijske teškoće praćen je nastankom konflikata interesa koji se javljaju na više relacija. Uticaj ovih konflikata interesa pojačan je informacionom asimetrijom, i u odsustvu efikasnih mehanizama za njihovo razrešavanje oni vode padu vrednosti kompanije. Efikasno upravljanje konfliktima interesa pretpostavlja poznavanje njihove prirode i uticaja na interne mehanizme korporativnog upravljanja. Zbog složenosti ove problematike, u tekstu koji sledi izložiće se sledeće: izvori konflikata interesa i informacione asimetrije, mehanizmi za efikasno upravljanje konfliktima interesa i informacionom asimetrijom, uticaj finansijskih teškoća i stečajne reorganizacije na menadžment i vlasništvo kompanija u finansijskim teškoćama.

3.1. Izvori konflikata interesa i informacione asimetrije

Vlasnici i menadžeri insolventnih kompanija imaju interes da predlože reorganizaciju čak i u situaciji kada bi poverioci ostvarili veću naplatu u bankrotstvu nego u reorganizaciji. Motiv za ovakvo ponašanje se ogleda u činjenici da vlasnici insolventnih kompanija, kao imaoci rezidualnih prava na imovini, u slučaju bankrotstva ne bi mogli da naplate potraživanja koja imaju po osnovu uloženog kapitala, ili bi ta naplata bila značajno manja od ulaganja. Menadžeri u nastojanju da sačuvaju sigurnost zaposlenja, a tamo gde imaju i vlasnički udeo i vrednost opcija na akcije, uz podršku vlasnika iniciraju reorganizaciju kompanija kojima upravljaju. Sa druge strane, protek vremena u toku stečajnog postupka i nakon početka primene usvojenog plana reorganizacije povlači za sobom rizik pada vrednosti imovine kompanije a samim tim i iznosa koji poverioci mogu da naplate u slučaju da se predloženi plan reorganizacije ne usvoji, ili obustavi njegova primena u toku postupka reorganizacije. Zbog navedenog, predlaganje stečajne reorganizacije i usvajanje planova reorganizacije ne mora biti optimalno rešenje za sve stejkholdere kompanija u finansijskim teškoćama. Poverioci koji imaju zalogu na imovini kompanije, a koja je značajno veće vrednosti od potraživanja ovih poverilaca, su izloženi manjem riziku od pada vrednosti kompanije u odnosu na poverioce čija potraživanja nisu u celosti pokrivena vrednošću založene imovine. Iako poverioci čija su potraživanja u celosti pokrivena vrednošću založene imovine nisu u većoj meri izloženi riziku pada vrednosti

stečajnog dužnika, oni ređe podržavaju reorganizaciju stečajnih dužnika tj. radije podržavaju momentalnu likvidaciju imovine stečajnih dužnika, Ayotte & Morrison (2008: 4). Vremenska vrednost novca, odnosno mogućnost plasiranja sredstava ostvarenih naplatom potraživanja od kompanija u finansijskim teškoćama u produktivnije svrhe, jedan je od faktora koji opredeljuje gore navedeno ponašanje razlučnih poverilaca. Pored vremenske vrednosti novca, treba imati u vidu i troškove monitoringa koje imaju ovi poverioci. Položaj stečajnih poverilaca koji svoja potraživanja ne mogu da naplate iz imovine stečajnog dužnika se ne razlikuje značajno od položaja vlasnika stečajnih dužnika. Ukoliko kompanija u celosti sprovede usvojeni plan reorganizacije, najveći deo viška vrednosti koji je kreiran u periodu reorganizacije prisvojiće stečajni poverioci i vlasnici kompanije, dok se rizik nastavka poslovanja ovih kompanija najvećim delom prevaljuje na razlučne poverioce. U slučaju da najveći deo imovine stečajnog dužnika nije založen u korist trećih lica, položaj stečajnih poverilaca je sličan razlučnim poveriocima čija potraživanja nisu u celosti pokrivena vrednošću zaloge. Naime, u slučaju obustave u primeni plana reorganizacije i pada vrednosti imovine kompanije u finansijskim teškoćama, naplata potraživanja ovih stečajnih poverilaca, kao i razlučnih poverilaca čija potraživanja nisu u celosti pokrivena vrednošću zaloge, može biti manja nego u slučaju da plan reorganizacije stečajnog dužnika inicijalno nije bio usvojen. Shodno navedenom, strategija naplate potraživanja stečajnih poverilaca uslovljena je vrednošću imovine stečajnih dužnika i visinom potraživanja poverilaca koji imaju obezbeđenje na imovini u vlasništvu stečajnog dužnika.

Različit položaj poverilaca, vlasnika i menadžera rezultira konfliktima interesa, a koji često vode produžavanju vremena koje kompanija provede u stečaju i padu njene vrednosti. Dodatan problem u izboru optimalne strategije naplate u toku stečajnog postupka je prolongiranje prihvata uslova reprograma od strane pojedinačnih poverilaca. Ovo se često javlja u situaciji kada stečajni dužnik ima veliki broj heterogenih poverilaca, i gde je neizvestan ishod glasanja za predloženi plan reorganizacije. Svako od poverilaca ima interes da teret reprograma prevali na druge poverioce, i da kroz pregovore sa stečajnim dužnikom i trećim licima ishoduje bolje uslove naplate svojih potraživanja. Stečajni poverioci pomenuti uticaj velikim delom realizuju kroz odbor poverilaca. Najčešći prigovori stečajnih poverilaca se odnose na sledeće radnje: predloge menadžmenta stečajnog dužnika da se angažuju konsultanti, prodaju imovine

stečajnog dužnika u toku stečajnog postupka i dodatno zaduživanje stečajnog dužnika, Ayotte & Morrison (2008: 11). Razlučni poverioci uticaj na ishod stečaja najčešće realizuju kroz dodatno finansiranje kompanija u finansijskim teškoćama. Imajući u vidu da heterogena struktura poverilaca može da prolongira prihvat plana reorganizacije usled postojanja brojnih konflikata interesa, a u pojedinim situacijama i da vodi izboru pogrešne strategije naplate, menadžment i vlasnici solventnih kompanija prilikom zaduživanja treba da imaju i ovaj aspekt u vidu.

Kada je otvaranjem stečaja, ili u prethodnom stečajnom postupku, imenovan stečajni upravnik, odnosno privremeni stečajni upravnik, gore navedeni konflikti interesa mogu dodatno da se prodube. Kao što je već objašnjeno u delu 2.4.2. disertacije, radnje koje preduzima stečajni upravnik i privremeni stečajni upravnik primarno su sračunate na očuvanje vrednosti imovine stečajnih dužnika. Ove radnje ne moraju biti u funkciji uvećanja „going concern" vrednosti kompanija u finansijskim teškoćama.

Uticaj konflikata interesa se dodatno pojačava postojanjem informacione asimetrije. Vlasnici i menadžment poseduju kompletne informacije o stvarnom finansijskom zdravlju i rezultatu kompanija u finansijskim teškoćama. U nastojanju da realizuju svoje interese oni su skloni da ove informacije prikrivaju od poverilaca, stečajnih upravnika i stečajnih sudija. Ovo prikrivanje informacija je pogotovo izraženo u predstečajnoj fazi. Stečajna zakonodavstva koja u većoj meri štite interese poverilaca će pred menadžment stečajnih dužnika staviti veće informacione zahteve. Tamo gde to nije slučaj, poverioci će primenom drugih mehanizama pokušati da reše problem informacione asimetrije.

Da bi se sprečio negativan uticaj informacione asimetrije i konflikata interesa na vrednost kompanija u finansijskim teškoćama, potrebno je uspostaviti mehanizme koji će obezbediti efikasno upravljanje ovim problemima; više o ovome u tekstu koji sledi.

3.2. Mehanizmi za upravljanje konfliktima interesa i informacionom asimetrijom

Značaj efikasnog upravljanja konfliktima interesa u toku stečajnog postupka ilustruje i pad vrednosti američke avio kompanije Eastern Airlines. Iako je ova kompanija ostvarivala gubitke u toku stečajnog postupka, poverioci su dozvolili menadžmentu kompanije da sredstva dobijena prodajom imovine koristi za finansiranje tekućeg poslovanja umesto za vraćanje postojećih dugova. Ovo je za posledici imalo pad vrednosti kompanije za više od 50% u toku 22 meseca koliko je trajalo Poglavlje 11. Loše procene menadžmenta, blagonaklon stav stečajnog sudije i konflikti interesa između ključnih poverilaca za posledicu su imali da je pokušaj reorganizacije Eastern Airlines bio neuspešan, i ova kompanija je 1991. godine aplicirala za Poglavlje 7. Bankrotstvo avio kompanije Swissair je takođe primer neefikasnog upravljanja konfliktima interesa. Kompanija Swissair bi verovatno bila restrukturirana da su ključni poverioci koordinirali svoje aktivnosti, Brunner & Krahnen (2008: 415). Najznačajniji mehanizmi za efikasno upravljanje konfliktima interesa i informacionom asimetrijom su: koordinacija aktivnosti banaka kroz formalizovane dogovore (tzv. pulovi banaka); formiranje odbora poverilaca u toku postupka stečaja; angažovanje konsultanata koji bi imali ulogu posrednika; vezivanje kompenzacionih šema menadžmenta i vlasnika za uspešan ishod stečaja, i dobro definisana stečajna regulativa koja se dosledno primenjuje.

Brunner & Krahnen (2008: 415-442) su na uzorku od 95 kompanija koje su imale obaveze u šest najvećih nemačkih banaka u periodu 1991. – 1999. godine utvrdili da su banke u 46% slučajeva zaključivale formalne ugovore sa ciljem da koordiniraju aktivnosti naplate potraživanja od zajedničkih klijenata u finansijskim teškoćama. Ovi ugovori su se zaključivali sa pojavom prvih signala finansijskih teškoća klijenata, i bili su na snazi dok se ne završi formalan reprogram dugova, ili sprovede likvidacija imovine klijenata. Formalizovani dogovori koji su uključivali manji broj banaka (do 5) su bili efikasniji od onih sa većim brojem banaka. U slučaju manjih pulova banaka, vreme do postizanja konačnog dogovora oko reprograma dugova zajedničkih klijenata je bilo kraće, kreditori su bili spremniji da odobre dodatna sredstva za finansiranje poslovanja klijenata u finansijskim teškoćama, i bio je prisutan veći uticaj kreditora na menadžment kompanija. Formiranje pulova banaka smanjuje i troškove monitoringa koji bi svaki pojedinačni kreditor imao u slučaju da aktivnosti nisu koordinirane.

Poslednjih godina poslovne banke u Republici Srbiji su počele da shvataju značaj koordinirane aktivnosti u postupcima pregovora oko reprograma dugova zajedničkih klijenata. U prilog ovome govori i donošenje Smernica za postupanje banaka u procesima restrukturiranja klijenata-INSOL Srbija. Više o ovome biće u petom poglavlju disertacije.

Većina stečajnih zakonodavstava predviđa formiranje odbora stečajnih poverilaca nakon što kompanija aplicira za stečaj. Poverioci preko ovih odbora mogu zahtevati od menadžmenta stečajnog dužnika dostavljanje detaljnih informacija o poslovanju kompanije, ulagati prigovore sudu na nameravane aktivnosti menadžmenta koje mogu dovesti do pada vrednosti stečajnog dužnika, tražiti smene menadžmenta stečajnih dužnika i stečajnih upravnika. Efikasnost ovih odbora zavisi od broja poverilaca koji ga čine, kao i strukture njihovih potraživanja. Efikasnost odbora poverilaca je manja što je broj poverilaca u odboru veći i struktura njihovih potraživanja heterogenija. Kao što je već napomenuto u delu 2.4.2. disertacije, u Republici Srbiji formiranje odbora stečajnih poverilaca je obavezno u slučaju kompanija nad kojima je otvoren stečaj, dok se odbor stečajnih poverilaca ne formira u slučaju kompanija koje podnesu predlog za pokretanje stečaja u skladu sa unapred pripremljenim planom reorganizacije. Zbog činjenice da odbor poverilaca može da bude efikasan mehanizam u zaštiti interesa poverilaca, ali i mehanizam za rešavanje konflikata interesa, prema mišljenju autora izmene stečajne regulative i uvođenje obaveze formiranja odbora poverilaca u slučaju kada se plan reorganizacije podnosi istovremeno sa predlogom za pokretanje stečajnog postupka bi povećalo efikasnost ovog vida stečajne procedure.

U slučaju da poverioci nemaju poverenje u menadžment i vlasnike, ili je struktura poverilaca heterogena, angažovanje konsultanata je jedan od načina da se upravlja konfliktima interesa i informacionom asimetrijom u kompanijama u finansijskim teškoćama. Konsultanti imaju ulogu posrednika u pregovorima između menadžmenta i vlasnika kompanija u finansijskim teškoćama, i njenih ključnih poverilaca. Njihovo angažovanje povlači nastanak troškova čiji teret najčešće snosi sam stečajni dužnik. U kontekstu Republike Srbije, u poslednje vreme praksa velikih kompanija je da angažuju konsultante iz revizorskih kuća koji posreduju u pregovorima sa ključnim poveriocima i učestvuju u pripremi plana reorganizacije. Troškovi

njihovog angažovanja se kreću po nekoliko desetina hiljada EUR i njihova visina je određena složenošću strukture dugova kompanije i veličinom njenog poslovanja.

Zemlje sa dugom istorijom stečaja, kao što je Amerika, davno su shvatile značaj vezivanja kompenzacionih šema menadžmenta kompanija u finansijskim teškoćama za pozitivan ishod stečaja (usvajanje planova reorganizacije), vreme koje kompanija provede u stečaju, ali i finansijska ostvarenja kompanije u toku stečajnog postupka i nakon početka primene plana reorganizacije. Evans i dr. (2014: 963) su utvrdili rastući broj ovakvih kompenzacionih šema 90-tih godina XX veka. Gotovo 23% kompanija u finansijskim teškoćama 80-tih godina prošlog veka je imalo ovakve kompenzacione šeme, dok je 90-ih njihov udeo bio 33,1%. Kompanije koje su kompenzacije menadžmenta vezivale za uspešnost stečajne reorganizacije su provele kraće vreme u stečaju i imale niže indirektne troškove stečaja. Na uzorku od 83 kompanija koje su aplicirale za stečaj u Republici Srbiji posle 2008. godine i usvojile planove reorganizacije u periodu 01.01.2009. – 30.06.2015., utvrdili smo da nijedan od usvojenih planova reorganizacije nije predviđao nagradu za menadžment i vlasnike u slučaju da se plan reorganizacije usvoji u određenom vremenskom periodu, ili usvojeni plan reorganizacije sprovede u skladu sa uslovima koji su definisani u planu. Izmene ovakve prakse zahtevala bi proaktivan odnos poverilaca u kontroli poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama, ali i veću svest poverilaca da prednosti od uvođenja ovakvih kompenzacionih šema mogu biti značajno veće od troškova.

U zemljama sa slabom zaštitom manjinskih akcionara, nerazvijenom praksom korporativnog upravljanja i nelikvidnim tržištem kapitala, kao što je Republika Srbija, najveći značaj u upravljanju konfliktima interesa i informacionom asimetrijom ima stečajna regulativa. Zbog kompleksnosti ove problematike, u četvrtom poglavlju disertacije detaljno ćemo izložiti značaj stečajne regulative u razrešavanju ovih konflikata interesa, ali i njenom uticaju na vreme provedeno u stečaju i troškove stečaja koji su istovremeno i osnovna determinanta vrednosti kompanija u finansijskim teškoćama.

Na prvi pogled, na osnovu onoga što je napred navedeno, se može zaključiti da najmanji gubitak od stečaja imaju vlasnici i menadžment kompanija u finansijskim teškoćama, kao i da zahvaljujući dobrom poznavanju poslovanja kompanije oni mogu imati superiorni položaj u

toku stečajnog postupka u odnosu na ostale stejkholdere kompanije. Praksa zemalja sa razvijenom praksom stečajne reorganizacije govori suprotno; više o ovome u tekstu koji sledi.

3.3. Uticaj stečajne reorganizacije na menadžment

Kada se kompanija počne suočavati sa finansijskim teškoćama, odluke koje su u funkciji kreiranja vrednosti za vlasnike ne moraju biti u funkciji zaštite interesa poverilaca. Zbog ove činjenice, po ulasku kompanije u finansijske teškoće odgovornost menadžera bi trebala da se proširi i na poverioce kompanije. U delu 1.5.1. disertacije već je objašnjeno da menadžeri solventnih kompanija koje posluju u Sjedinjenim Američkim Državama imaju fiducijarnu odgovornost prema kompaniji i njenim vlasnicima, kao i da se apliciranjem kompanije za stečaj ova odgovornost proširuje na poverioce kompanije. Menadžeri evropskih kompanija takođe obavljaju poslove koji su u interesu kompanije i njenih vlasnika, i ova odgovornost regulisana je zakonskim aktima i kodeksima. Veliki broj evropskih zemalja, uključujući i Republiku Srbiju, predviđa krivičnu odgovornost menadžera za štetu koju nanesu investitorima kompanija (solventnih i insolventnih), i ovo je regulisano posebnim krivičnim zakonima. Uvođenje koncepta fiducijarne odgovornosti za menadžere na prostoru Jugoistočne Evrope zahtevao bi razvoj tržišta kapitala i veću zaštitu interesa manjinskih akcionara i ostalih investitora kompanije. Imajući u vidu napred navedeno, veliki broj stečajnih zakonodavstava tranzicionih evropskih zemalja, uključujući i zakonodavstvo Republike Srbije, primarno štiti interese stečajnih poverilaca jer ovu zaštitu nije moguće efikasno ostvariti kroz interne i eksterne mehanizme korporativnog upravljanja, dok vođenje krivičnih postupaka zahteva vreme.

Odnos između smene top menadžmenta i rezultata kompanije Hambrick & D' Aveni (1992)[39] opisuju kao začarani krug (eng. *vicious circle*), (citirano prema: Daily & Dalton (1995: 393-394). Smena top menadžmenta prethodi lošim rezultatima, ali i loši rezultati kompanije vode smenama top menadžmenta. Ovi autori ukazuju da smene menadžmenta mogu biti signal investicionoj javnosti da se kompanija počinje suočavati sa finansijskim teškoćama. Do sada je sproveden veliki broj istraživanja na temu uticaja finansijskih teškoća na menadžment kompanija koje su aplicirale za stečaj ili u privatnim pregovorima sa poveriocima restrukturirale

[39] Hambrick, D.& D'Aveni,R. (1992). Large Corporate Failures as Downward Spirals. *Administrative Science Quarterly*. Vol. 33, str. 1-23.

dugove. Abatecola i dr. (2011: 1-26) su sumirali rezultate ovih istraživanja i ukazali na istraživačke gepove, a koji su bili motivacija za izbor predmeta ove disertacije. Najznačajniji zaključci ovih autora su sledeći:

- Počevši od 90-ih godina prošlog veka uticaj finansijskih teškoća na mehanizme korporativnog upravljanja dobija sve više na značaju;
- Većina istraživanja u ovoj oblasti su sprovedena na primeru kompanija koje posluju u Sjedinjenim Američkim Državama, dok je za evropske zemlje broj ovih istraživanja nedovoljan, a u slučaju zemalja Jugoistočne Evrope ova istraživanja praktično ne postoje;
- Iako sprovedena istraživanja karakteriše obilje primenjenih ekonometrijskih metoda, logistički model je bilo najzastupljeniji u toku celog perioda posmatranja;
- Još uvek nije u dovoljnoj meri istražen odnos između finansijskih teškoća i karakteristika top menadžmenta, uključujući i uticaj demografskih karakteristika menadžmenta na uspešan izlazak kompanije iz finansijskih teškoća.

Iz ove oblasti, u periodu 1980. – 1989. godine objavljena su ukupno 2 članka (5% od ukupnog uzorka), i oba su koristila podatke iz Sjedinjenih Američkih Država. Interesovanje za proučavanjem uticaja finansijskih teškoća na menadžment počinje drastično da raste od 90-tih godina XX veka. U periodu 1990. – 1999. godine objavljeno je ukupno 20 (50%) članaka, dok je u periodu 2000. – 2009. objavljeno 18 (45%) članaka. Geografska struktura sprovedenih istraživanja za ceo period posmatranja bila je sledeća: Amerika – 25 istraživanja (63%), Evropa – 5 (13%), Azija – 2 (5%), Australija – 1 (2%), dok za 7 istraživanja podaci nisu bili raspoloživi. U kontekstu primenjene metodologije, 20 (50%) istraživanja je sprovedeno korišćenjem isključivo podataka o kompanijama u finansijskim teškoćama, dok su preostala istraživanja koristila uporedne podatke o kompanijama u finansijskim teškoćama i zdravim kompanijama. U vezi sa primenom ekonometrijskih modela, 20 (50%) istraživanja je primenilo logit model, test razlika između grupa – 20 (50%), linearni regresioni model – 9 (22.5%), survival model – 3 (7.5%), diskriminacionu analizu – 2 (5%), studiju slučaja – 2 (5%), probit model – 1 (2,5%), Tobit model – 1 (2,5%) i Poisson model – 1 (2.5%). Upotreba logit modela je bila ravnomerna u sva tri perioda posmatranja. U pogledu upotrebe zavisnih varijabli, struktura sprovedenih istraživanja bila je sledeća: nezavisnost odbora direktora – 14 (35%), smena odbora direktora –

12 (30%), smena izvršnih direktora i/ili generalnih direktora – 11 (28%), geografske karakteristike menadžmenta – 9 (23%), veličina odbora direktora – 7 (18%) i dualnost izvršnih direktora – 7 (18%).

Istraživanja koja su sprovedena na prostoru Sjedinjenih Američkih Država dokumentovala su da menadžeri kompanija u finansijskim teškoćama imaju značajne lične gubitke kada se kompanija počne suočavati sa finansijskim teškoćama. Ovi gubici se manifestuju u padu zarada i gubitku posla. Gilson & Vetsuypens (1993: 431-456) su na primeru 77 američkih kompanija koje su tokom 1981. – 1987. godine aplicirale za Poglavlje 11 ili u privatnom pregovorima sa poveriocima restrukturirale dugovanja utvrdili veću osetljivost kompenzacija menadžmenta na rezultate kompanija (cenu akcija), nego što je to bio slučaj sa zdravim kompanijama. U 49% kompanija u finansijskim teškoćama top menadžment je pretrpeo značajno smanjenje zarada nakon što se kompanija počela suočavati sa finansijskim teškoćama. U 43% slučajeva smanjenje zarada menadžmenta bilo je veće od 25%, dok je u 17% slučajeva smanjenje bilo preko 50%. U slučaju zdravih kompanija smanjenje kompenzacija bilo je oko 16% na godišnjem nivou. Pomenuti autori ukazuju da su u najvećem broju slučajeva (60%) menadžeri zamenjeni eksternim menadžerima sa iskustvom u vođenju kompanija u finansijskim teškoćama. Novi menadžeri su ostvarivali zarade koje su bile veće za 36% u odnosu na zarade menadžera na čije mesto su došli. I ostala istraživanja iz ove oblasti potvrđuju da menadžeri trpe značajne lične gubitke kada se kompanije kojima upravljaju suočavaju sa finansijskim teškoćama. Stopa promene ključnog rukovodstva u kompanijama u finansijskim teškoćama se kreće u rasponu od 10% do 90%, za detalje videti Tabelu 7 u kojoj su prikazani rezultati najznačajnijih istraživanja iz ove oblasti.

Tabela 7. *Pregled ključnih istraživanja promene top menadžerske strukture u SAD-u*

Autor(i)	Br. uzorkovanih kompanija	Vremenski period	% Smene top menadžmenta
Gilson (1989)	381	1979-1984	52% generalnih direktora, izvršnih direktora i/ili predsednika odbora direktora je smenjeno po ulasku kompanije u finansijske teškoće
Gilson (1990)	111	1979-1985	35% generalnih direktora i 31% izvršnih direktora je smenjeno jednu godinu nakon što je završeno restrukturiranje dugova u privatnim pregovorima sa poveriocima ili usvojen plan reorganizacije u stečaju
LoPucki & Whitford (1993a, 1993b)	43	1979-1988	72% izvršnih direktora i/ili generalnih direktora je smenjeno u toku Poglavlja 11, dok je 91% smenjeno nakon šest meseci od usvajanja plana reorganizacije
Hotchkiss (1995)	197	1979-1988	51% generalnih direktora i/ili izvršnih direktora je smenjeno u momentu aplicirarja kompanije za Poglavlje 11, 55% nakon što je plan reorganizacije podnet sudu, i 70% nakon usvajanja plana reorganizacije
Gilson & Vetsuypens (1993)	77	1981-1987	8,5% generalnih direktora i/ili izvršnih direktora je smenjeno neposredno pre nastupanja finansijskih teškoća, 30,7% u toku stečaja, odnosno privatnih pregovora sa poveriocima, i 22,9% nakon što su privatni pregovori sa poveriocima okončani, odnosno usvojen plan reorganizacije u stečaju
Hotchkiss & Mooradian (1997)	288	1980-1993	U slučaju privatnih pregovora sa poveriocima 19,5% izvršnih direktora i/ili generalnih direktora je smenjeno ulaskom kompanije u finansijske teškoće, dok je 36% smenjeno kada su završeni privatni pregovori sa poveriocima. U slučaju Poglavlja 11, 18,8% izvršnih direktora i/ili generalnih direktora je smenjeno apliciranjem kompanije za stečaj, 54,9% je smenjeno u trenutku podnošenja plana reorganizacije sudu i 81,2% nakon što je plan reorganizacije usvojen
Eckbo i dr. (2012)	322	1996-2007	U 45% kompanija je bila prisutna smena jednog direktora, u 30% dva direktora, dok je u 10% kompanija tri ili više direktora smenjeno u periodu od 2 godine pre apliciranja kompanije za stečaj i 1 godinu nakon što je kompanija usvojila plan reorganizacije

Izvor: Prikaz autora

U najvećem broju slučajeva smene ključnog rukovodstva kompanije bile su inicirane od strane banaka, Gilson (1989, 1990). Za područje Evrope navodimo istraživanja autora Jostarndt & Sautner (2007: 45). Pomenuti autori su proučavanjem 267 nemačkih kompanija koje su se suočavale sa finansijskim teškoćama tokom 1996.–2004. utvrdili da je u 19% ispitivanih kompanija došlo do promene predstečajne strukture top menadžera, od čega je 80% bilo

smenjeno od strane poverilaca (prevashodno banaka) i vlasnika. Stopa smene top menadžera u nemačkim kompanijama je značajno niža u poređenju sa američkim kompanijama u finansijskim teškoćama. Ovi rezultati se mogu objasniti činjenicom da u slučaju američkih kompanija eksterni mehanizmi korporativnog upravljanja, a pre svega tržište kapitala i tržište top menadžera, imaju najveći značaj u disciplinovanju menadžera. U slučaju nemačkih kompanija banke i vlasnici kompanija su najčešći inicijatori smena top menadžera, a ovaj mehanizam je slabiji od razvijenog tržišta kapitala i tržišta radne snage, Kaplan (1993: 13-17).

U kontekstu Republike Srbije, kada se plan reorganizacije podnosi nakon otvaranja stečajnog postupka, svi zaposleni kompanije, uključujući i menadžment, dobijaju otkaz ugovora o radu. Zapošljavanje menadžera kompanije nakon otvaranja stečaja je u nadležnosti stečajnog upravnika. U slučaju da se plan reorganizacije podnosi sa predlogom za pokretanje stečajnog postupka (tzv. unapred pripremljeni plan reorganizacije), predstečajni menadžment nastavlja da vodi poslovanje stečajnog dužnika, a za pojedine odluke može biti potrebna saglasnost privremenog stečajnog upravnika (ukoliko je isti imenovan od strane suda). Više informacija o formalnom postupku stečajne reorganizacije u Republici Srbiji biće izneto u četvrtom poglavlju disertacije.

U uslovima postojanja velikog broja poverilaca i heterogene strukture dugova, što je često slučaj sa velikim i srednjim privrednim društvima, postojanje konflikata interesa otežava prihvat uslova reprograma. Zadržavanje iskusnog menadžmenta u toku stečajnog postupka i nakon usvajanja plana reorganizacije može da skrati vreme koje kompanija provede u stečaju, obezbedi očuvanje vrednosti kompanije u toku stečajnog postupka, i poveća uspešnost usvojenih planova reorganizacije. Ipak, zadržavanje istog vlasništva i menadžmenta bez većeg angažovanja ključnih poverilaca u tok stečajnog postupka i praćenje same realizacije usvojenih planova reorganizacije može da vodi uništavanju vrednosti jer vlasnici i menadžment mogu da preduzimaju radnje koje su sračunate na ostvarivanje ličnih koristi. Zbog prethodno navedenog, poverioci mogu da budu motivisani da izvrše promenu predstečajne vlasničke strukture i preuzmu kontrolu nad radom menadžera kompanije, više o ovome u tekstu koji sledi.

3.4. Uticaj stečajne reorganizacije na vlasništvo

Uloga koju će vlasnici kompanija u finansijskim teškoćama imati u toku stečajnog postupka zavisi od primenjenih zakonskih rešenja. Američko stečajno zakonodavstvo daje ekskluzivni period vlasnicima i menadžmentu kompanija u finansijskim teškoćama da podnesu plan reorganizacije. Tek po isteku ovog perioda, poverioci kompanije imaju pravo da podnesu konkurentne planove reorganizacije. Pored navedenog, vlasnici kompanija u finansijskim teškoćama mogu biti članovi odbora koji se formiraju u toku stečajnog postupka i sa poveriocima učestvovati u donošenju odluka o daljem toku stečaja. Pomenuta zakonska rešenja jačaju pregovaračku snagu vlasnika kompanija, pogotovo na samom početku stečajnog postupka. Poverioci, u nastojanju da spreče gubitak vrednosti izazvan protekom vremena, mogu biti spremni da prihvate uslove reprograma koji predviđaju da vlasnici kompanije dobijaju deo vrednosti, iako poverioci nisu u celosti naplatili svoja potraživanja. Situacija u kojoj vlasnici dobijaju deo vrednosti koja se kreira u reorganizaciji, a da potraživanja poverilaca nisu u celosti namirena, se označava kao odstupanje od pravila apsolutnog prioriteta. Poštovanje pravila apsolutnog prioriteta pretpostavlja da se prvo naplaćuju prioritetni poverioci (država i zaposleni do određenog iznosa potraživanja, a u pojedinim zakonodavstvima u celosti), razlučni poverioci iz imovine na kojoj imaju uspostavljeno založno pravo, stečajni poverioci na preostaloj imovini stečajnog dužnika, a ukoliko nešto preostane raspodeljuje se vlasnicima kapitala. Franks & Torous (1989)[40] su proučavanjem 27 kompanija u finansijskim teškoćama koje su izašle iz Poglavlja 11 usvajanjem plana reorganizacije u periodu 1971. – 1986. utvrdili da je u 78% slučajeva došlo do odstupanja od pravila apsolutnog prioriteta, dok je u 67% posmatranih kompanija bilo predviđeno da vlasnici kapitala naplate deo potraživanja iako razlučni poverioci nisu bili namireni u potpunosti, (citirano prema: Wruck, 1990: 439). Weiss (1990)[41] je proučavanjem 37 američkih kompanija koje su aplicirale za Poglavlje 11 u periodu 1980. – 1986. utvrdio odstupanje od pravila apsolutnog prioriteta u 78% slučajeva – u 70% slučajeva stečajni poverioci nisu bili u celosti namireni, dok u 8% slučajeva nisu bili namireni razlučni i stečajni poverioci, (citirano prema: Wruck, 1990: 439). McConnell i dr. (2000: 6) su utvrdili da

66

[40] Franks, J.R. & Torous, W.N. (1989). An Empirical Investigation of U.S. Firms in Reorganization. *Journal of Finance*. Vol. 44, str. 747-779.

74

[41] Weiss, L.A. (1990). Priority of claims and ex post re-contracting in bankruptcy. *Journal of Financial Economics. Conference on The Structure and Governance of Enterprise.*

je odstupanje od pravila apsolutnog prioriteta veće u slučaju klasične reorganizacije koja se sprovodi primenom Poglavlja 11 nego u slučaju hibridnih oblika reorganizacije. U slučaju Poglavlja 11 odstupanje od pravila apsolutnog prioriteta bilo je +2,28% u korist akcionara koji poseduju obične akcije, dok je u slučaju hibridnih oblika reorganizacije odstupanje bilo +1,71%. Iako vlasnici imaju mogućnost da utiču na ishod stečaja i prisvoje deo vrednosti koja se kreira u reorganizaciji, ovaj uticaj se sa vremenom menjao. Poslednjih godina poverioci ograničavaju ovaj uticaj primenom različitih mehanizama kao što su: učestvovanje u odborima poverilaca, novo finansiranje kompanija i ugrađivanje zaštitnih odredbi u ugovore o kreditu, konverzija duga u kapital, prodaja potraživanja trećim licima, prodaja imovine u skladu sa Poglavljem 363 i dr.

Do sada je najveći broj istraživanja koji se bavi uticajem finansijskih teškoća na vlasništvo sproveden na primeru američkih i nemačkih kompanija. Među istraživanjima koja su sprovedena na primeru američkih kompanija ističu se rezultati sledećih autora: Gilson i dr. (1990), Gilson (1990; 2000), LoPucki & Whitford (1993a) i Hotchkiss & Mooradian (1997). Rezultati istraživanja Gilson i dr. (1990: 332) ukazuju da su poverioci kompanija u finansijskim teškoćama u čak 73,8% slučajeva dobijali akcije kompanija u toku postupka reprograma dugova. Ova distribucija akcija bila je u korist banaka (51,4%), imalaca javnog duga (86,7%) i ostalih poverilaca (75%). Do sličnog rezultata došao je Gilson (1990: 363-364) na primeru kompanija koje su izašle iz Poglavlja 11, a koji je na osnovu podataka iz planova reorganizacije utvrdio da je za 79,2% kompanija bilo predviđeno da poverioci dobiju akcije po izlasku kompanije iz stečaja. Banke i investicioni fondovi su u proseku dobijali 36,6% akcija kompanija u finansijskim teškoćama, dok su imaoci javnog duga oko 33%. LoPucki & Whitford (1993a: 611) su takođe došli do rezultata da je u kompanijama koje su aplicirale za Poglavlje 11 bilo prisutno smanjenje udela postojećih vlasnika u korist investitora kompanija. Predstečajni vlasnici kapitala su zadržali više od 50% udela u samo 2 od ukupno 43 kompanije koje su ušle u uzorak. Hotchkiss & Mooradian (1997: 409) su utvrdili postojanje značajnih investicija u kompanijama u finansijskim teškoćama od strane specijalizovanih investitora (eng. *vulture investors*). U 49% posmatranih kompanija specijalizovani investitori su kupovinom duga stekli vlasnički udeo u ovim kompanijama koji je bio veći od 5%. Ovo učešće u kapitalu im je omogućilo da blokiraju odluke menadžera kompanija u finansijskim teškoćama. Gilson i dr.

(2000: 69) su utvrdili da su planovi reorganizacija kompanija koje su aplicirale za Poglavlje 11 u 17,5% slučajeva predviđali da investitori dobiju akcije te kompanije nakon usvajanja plana reorganizacije. Distribucija akcija poveriocima se kretala u rasponu od 13,6% do 82,4% (prosek 54,2%). Kada su u pitanju nemačke kompanije, Jostarndt & Sautner (2007: 43-44) su utvrdili značajan pad učešća privatnih investitora (pojedinaca) u kapitalu kompanija u finansijskim teškoćama. Ovaj pad učešća privatnih investitora bio je u korist banaka i ostalih finansijskih institucija. Prosečno učešće pojedinaca u kapitalu kompanija u finansijskim teškoćama jednu godinu pre nastupanja finansijskih teškoća bilo je 76,3%, a četiri godine nakon nastupanja finansijskih teškoća 51,9%. U ovom delu ukazaćemo i na istraživanja autora Köke (2001) i Heiss & Köke (2004). Iako su istraživanja ovih autora sprovedena na primeru zdravih nemačkih kompanija, rezultati su od značaja za istraživanje koje će se sprovesti u ovoj tezi jer ukazuju na faktore koji opredeljuju promenu vlasničke strukture u kompanijama u kojima je prisutna visoka koncentracija vlasništva, a koja je karakteristična i za srpske kompanije. Istraživanjem preko 1.000 nemačkih kompanija koje su se kotirale na berzi u periodu 1987. – 1994. ovi autori su utvrdili da su promene vlasništva bile češće u kompanijama sa visokim nivoom finansijskog leveridža, a da je uticaj veličine kompanije i koncentracije vlasništva na promenu vlasništva bio negativan. Kada je u pitanju uticaj finansijskih performansi na vlasništvo, tu veza nije toliko jaka kao u slučaju američkih kompanija, odnosno promene vlasništva su bile prisutne samo u kompanijama koje su imale izrazito loše finansijske performanse.

U kontekstu Republike Srbije, vlasnici kompanija koje podnose plan reorganizacije istovremeno sa predlogom za pokretanje stečaja dalje zadržavaju pravo da upravljaju kompanijom i da vrše kontrolu odluka menadžera koje se donose u toku stečajnog postupka. U slučaju kompanija koje podnose plan reorganizacije nakon što se otvorio stečaj, vlasnička prava se suspenduju do obustave stečajnog postupka. Zakon o stečaju ne predviđa prava vlasnika da glasaju o planu reorganizacije. U slučaju da vlasnici imaju potraživanja po osnovu datih pozajmica i zajmova, ova potraživanja se svrstavaju u četvrti isplatni red, osim ukoliko se vlasnici u okviru svoje redovne poslovne aktivnosti bave odobravanjem kredita. Zakon o stečaju ne predviđa formiranje posebnog odbora koga bi činili vlasnici kompanije i koji bi štitio njihove interese u toku stečajnog postupka. Zakon o stečaju ne predviđa ni učešće vlasnika u odboru poverilaca, osim ukoliko vlasnici imaju potraživanja po datim zajmovima koje su

odobrili u okviru redovne delatnosti kreditiranja privrednih subjekata (misli se na banke i ostale finansijske institucije). Iako postojeće odredbe Zakona o stečaju ne štite prava vlasnika kompanija koje apliciraju za stečaj, promene vlasničke strukture u kompanijama koje su aplicirale za stečajnu reorganizaciju u Republici Srbiji nisu učestale, i u najvećem broju slučajeva su rezultat mere konverzije duga u kapital. Razlozi za ovo se ogledaju u sledećem: velikoj zavisnosti poslovanja stečajnih dužnika od postojećih vlasnika; pasivnom ponašanju poverilaca u kontroli poslovanja kompanija kojima su poverili resurse; nepostojanju tržišta za otkup akcija i udela kompanija koje su aplicirale za stečajnu reorganizaciju, i zakonskih ograničenja koja se nameću bankama, kao najvećim poveriocima korporativnog sektora, u pogledu mogućnosti sticanja udela i akcija u kompanijama u stečaju. Pored navedenog, veliki broj konkurenata kompanija u finansijskim teškoćama, a koji bi mogao da izvrši preuzimanje kontrole sticanjem vlasničkog udela ili otkupom dugova ovih kompanija, se u proteklom periodu takođe suočavao sa finansijskim teškoćama. Treba imati u vidu da konverzija duga u kapital koja vodi disperziji vlasništva može biti izvor agencijskog problema nakon usvajanja plana reorganizacije, i voditi lošim performansama kompanija u finansijskim teškoćama. Da bi se izbegla ovakva situacija, konverziju duga u kapital treba sprovoditi samo u slučaju kada se ovom merom stiče značajnije učešće u kapitalu stečajnog dužnika od strane pojedinačnog investitora, a koje omogućava blokiranje odluka menadžmenta. Pre izvršene konverzije duga u kapital potrebno je izvršiti analizu troškova i koristi jer preuzimanje kontrole za sobom povlači značajna finansijska ulaganja i vreme.

Iz svega što je navedeno u ovom poglavlju, može se zaključiti da stečajna reorganizacija i finansijske teškoće dovode do značajnih promena u ključnim upravljačkim i vlasničkim strukturama. Ove promene velikim delom su inicirane od strane poverilaca, pre svega banaka. U kojoj meri će se ostvariti ovaj uticaj zavisi i od rešenja koja primenjuju pojedina stečajna zakonodavstva. Više o ovoj problematici biće u delu disertacije koji sledi.

4. STEČAJNA REGULATIVA KAO EKSTERNI MEHANIZAM KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA

Stečajna regulativa ima sledeća dva cilja: 1) da očuva vrednost potraživanja poverilaca, i 2) obezbedi maksimizaciju „going concern" vrednosti i efikasnu alokaciju sredstva kompanija u finansijskim teškoćama, Wang (2012: 6). Zbog značaja koji stečajna regulativa ima za privredni sistem svake zemlje, od 80-ih godina XX veka javilo se značajno interesovanje za proučavanje njenog uticaja na ponašanje učesnika i ishod stečaja. Sumarno ova istraživanja ukazuju da efikasnost stečajne regulative i stepen zaštite prava poverilaca utiču na krajnji ishod stečaja i vrednost koja će se u njemu ostvariti. Eisenberg & LoPucki (1998: 1002) su istraživanjem američkih velikih javnih kompanija, koje su aplicirale za stečaj u periodu 1980. – 1997. u sudskim jedinicama New York i Delawer, došli do zaključka da se stečajni dužnici pre opredeljuju da apliciraju za stečaj u sudskim jedinicama koje su naklonjene dužnicima, odnosno sudovima čije sudije „favorizuju" dužnike u odnosu na poverioce. Claessens & Klapper (2006: 14-15) su na primeru kompanija koje su aplicirale za stečaj u 35 zemalja u periodu 1990. – 1999. godine utvrdili da manji broj kompanija aplicira za stečaj u zemljama u kojima je prisutno: veće učešće sudova u stečajnom postupku, veća prava poverioca i gde ne postoje odredbe kojima se zabranjuje izvršenje na imovini stečajnog dužnika. Rezultati istraživanja autora Davydenko & Franks (2005: 2-3) ukazuju da nacionalne sisteme naklonjene stečajnom dužniku karakteriše veći broj stečajnih postupaka okončanih bankrotstvom nego što je to slučaj za sisteme naklonjene poveriocima. Ovaj rezultat posledica je nepoverenja poverilaca u stečajni sistem. Wang (2012: 4) je istraživanjem 555 kompanija koje su aplicirale za stečaj u 30 zemalja u periodu 1993. – 2009. utvrdio da se izbor strategije naplate (reorganizacija nasuprot bankrotstvu) bazira na sledećem: oceni „going concern" vrednosti, pokazateljima ROA i ROE, kao i stepenom efikasnosti sprovođenja stečajne regulative. Zanimljivo je da u uzorku koji je Wang koristio, zemlje čiji se pravni sistem baziraju na civilnom pravu i gde se kompanije u pribavljanju izvora finansiranja oslanjaju na tržište kapitala, reorganizacija češće bila prihvaćena od bankrotstva. Autori LoPucki & Doherty (2015: 970) su utvrdili da pravila koja su korišćena prilikom formiranja odbora poverilaca i iskustvo sudija utiče na ishod stečajnog postupka. Stečajni postupci su se češće okončavali bankrotstvom ukoliko je odbor poverilaca formiran rutinski i gde su stečajeve vodile manje iskusne sudije.

Zbog činjenice da efikasnost stečajne regulative opredeljuje ishod stečaja i vrednost koja se kreira za poverioce i stečajnog dužnika, u delu teksta koji sledi izložiće se: osnovni ciljevi i načela stečajne regulative; okviri međunarodnog i evropskog stečajnog prava; merila koja se koriste za ocenu efikasnosti stečajne regulative; zakonska rešenja koja se primenjuju u zemljama sa razvijenom praksom reorganizacije, i primenjenim rešenjima i mogućem unapređenju postojeće prakse stečajne reorganizacije u Republici Srbiji. Na samom kraju ovog poglavlja ukazaće se karakteristike alternativnog formalnog mehanizma za reprogram dugova u Republici Srbiji koji se sprovodi mimo stečaja, odnosno suda.

4.1. Ciljevi stečajne regulative

U delu 1.6.2. disertacije naznačeno je da je osnovni cilj stečaja da obezbedi stečajnim poveriocima najveći mogući stepen namirenja iz imovine stečajnog dužnika. Ostvarivanje ovog opšteg cilja se prevodi na sledeće pojedinačne ciljeve:

1. Maksimizaciju novčane vrednosti koja će biti podeljena u stečajnom postupku poveriocima, stečajnom dužniku i ostalim zainteresovanim stranama (npr. zaposlenima);
2. Očuvanje vrednosti potraživanja poverilaca, odnosno zadržavanje prava poverilaca da naplate potraživanja u što većem iznosu;
3. Očuvanje redosleda namirenja poverilaca stečajnog dužnika shodno prioritetu naplate;
4. Disciplinovanje postojećeg menadžmenta i vlasnika kompanija koje su aplicirale za stečaj, Hart (2000: 3-5).

Realizacija prva tri cilja koji se postavljaju pred stečajnu regulativu pretpostavlja sledeće:

1) Adekvatno upravljanje imovinom stečajnog dužnika u toku stečajnog postupka;
2) Postojanje efikasnih mehanizama zaštite interesa poverilaca.

Dobra stečajna regulativa treba da spreči radnje uprave i stečajnih upravnika koje za cilj imaju umanjenje aktivne stečajne mase stečajnog dužnika. Realizacija ovog cilja pretpostavlja formulisanje stečajne regulative koja na prvom mestu treba da zaštiti interese poverilaca, ali i obezbedi njenu doslednu primenu od strane svih učesnika u stečaju. Prilikom izbora između reorganizacije ili bankrotstva poverioci treba da se rukovode visinom naplate potraživanja, odnosno vrednošću aktivne stečajne mase koja će biti ostvarena konkretnim izborom. Efikasna stečajna regulativa treba da omogući nastavak poslovanja ekonomski vitalnim kompanijama, ali i „čišćenje" tržišta od kompanija čije poslovanje nije ekonomski održivo. Na mikro nivou ostvarivanjem ovog cilja obezbeđuje se maksimizacija vrednosti za sve stejkholdere, dok se na makro nivou vrši raspodela bogatstva na način da se omogućava opstanak kompanijama koje kreiraju vrednost i gašenje onih koji tu vrednost uništavaju. U praksi postoje odstupanja od ovog cilja na način da su zakonodavstva pojedinih zemalja više naklonjena stečajnom dužniku i podstiču rehabilitaciju kompanija čak i u situaciji kada njihovo poslovanje nije ekonomski održivo. Neke od zemalja koje karakteriše visok stepen zaštite prava dužnika su: Sjedinjene Američke Države, Novi Zeland, Argentina, Brazil, Singapur i Švedska, Wang (2012: 10-11).[42]

Stečajna regulativa treba da obezbedi i očuvanje vrednosti potraživanja poverilaca tj. pravo poverioca da naplate potraživanja u iznosu koji predviđa ugovor zaključen pre apliciranja kompanije za stečaj. Mogućnost poverilaca da realizuju ovo pravo zavisi od veličine aktivne stečajne mase. Poverioci treba da imaju ključnu ulogu u opredeljivanju toka stečajnog postupka tj. da li će isti ići u pravcu reorganizacije ili bankrotstva. Djankov i dr. (2005) su na primeru 129 zemalja istraživali prava poverilaca, i to pre svega razlučnih, u stečaju. Svaka zemlja je rangirana sa indeksom od 1 do 5 u zavisnosti od jačine njihovih prava (1-najslabija, 5-najača prava). Prava razlučnih poverilaca testirana su iz sledećih aspekata: mogućnost da pokrenu izvršenje na založenoj imovini nakon što je kompanija aplicirala za reorganizaciju; da li razlučni poverioci daju saglasnost na plan reorganizacije; da li su razlučni poverioci isplaćeni iz stečajne mase odnosno vrednosti založene imovine pre ostalih poverilaca; da li je uprava

[42] U kontekstu zaštite prava stečajnih dužnika u stečajnom postupku, sve navedene zemlje su bile rangirane maksimalnim rangom tj. sa 3. Ovaj rang se dobija kao zbir sledećih varijabli: da li se po apliciranju kompanije za stečaj povericima zabranjuje izvršenje na imovini stečajnog dužnika (da-1, ne-0); da li po apliciranju kompanije za stečaj postojeća uprava nastavlja da vodi poslovanje stečajnog dužnika (da-1, ne-0), i da li kompanija koja je aplicirala za stečaj ima mogućnost dodatnog zaduživanja za finansiranje tekućeg poslovanja (da-1, ne-0).

kompanije ili administrator (stečajni upravnik) nadležan za vođenje poslovanja nakon što kompanija aplicira za stečaj. Posmatran je period 1978. – 2003. godine i na osnovu ovog istraživanja Republika Srbija (u tom periodu Republika Srbija i Crna Gora) je rangirana indeksom 2, zemlje iz regiona (Bosna i Hercegovina, Slovenija, Hrvatska, Makedonija) su rangirane sa 3, dok su najbolje rangirane bile Sjedinjene Američke Države i Velika Britanija sa indeksom 4. U odnosu na taj period, stečajna regulativa Republike Srbije imala je značajne izmene koje su bile u funkciji povećanja njene efikasnosti i veće zaštite prava poverilaca stečajnog dužnika.

Očuvanje redosleda namirenja poverilaca stečajnog dužnika pretpostavlja da se poverioci više klase (prioritetni) namiruju pre poverilaca niže klase (neprioritetni), a čime se obezbeđuje ex-post efikasnost stečajne regulative. U slučaju reorganizacije može doći do odstupanja od ovog pravila pod uslovom da se poverioci više klase prethodno saglase sa takvim načinom namirenja. Očuvanje prioriteta namirenja poverilaca je bitno iz dva razloga: 1) privlačenje investitora pretpostavlja da se deklarisana prava poverilaca utvrđena ugovorom mogu realizovati i u stečaju, i 2) sprečavanja zloupotrebe stečajnog prava u cilju realizacije interesa pojedinačnih učesnika u stečaju. U praksi stečajna regulativa favorizuje neku od sledećih grupa poverilaca: državu, zaposlene ili razlučne poverioce. U nekim zemljama je favorizacija pojedinih grupa limitirana iznosom potraživanja (npr. u Španiji prioritet u naplati potraživanja imaju država za poreze i zaposleni za neisplaćene zarade ali do iznosa od 50% ukupnih potraživanja). U Tabeli 8 dat je pregled uporednih zakonskih rešenja u pogledu prioriteta naplate potraživanja pojedinih grupa poverilaca:

Tabela 8. *Uporedni pregled prioriteta naplate potraživanja u stečaju*

Zemlja	Zaposleni	Država	Razlučni poverioci
Argentina	x		
Australija			x
Brazil	x		
Francuska			
Indija	x	x	x
Indonezija		x	
Irska			x
Island			x
Italija			x
Japan		x	
Južna Afrika			x
Kanada			x
Kina			x
Kipar			x
Luksemburg	x		
Nemačka			x
Norveška			x
Rusija	x		
SAD			x
Španija	x	x	
Švajcarska			x
Tajland		x	
Velika Britanija			x

Izvor: Prilagođeno prema: Practical Law (2014). Order of creditor and contributory ranking on a debtor's insolvency.

U Republici Srbiji država i zaposleni imaju prioritet u naplati do određenog iznosa potraživanja. Ovaj prioritet u naplati se ostvaruje iz imovine stečajnog dužnika koja nije založena u korist razlučnih ili založnih poverilaca. Razlučni i založni poverioci imaju prioritet u naplati iz vrednosti koja se ostvari prodajom imovine na kojoj imaju uspostavljenu ručnu zalogu ili hipoteku i to do visine založnog prava.

Stečajna regulativa je eksterni mehanizam korporativnog upravljanja koji treba da kazni menadžment za loše vođenje poslovanja kompanije u prošlosti, ali i vlasnike za slabu kontrolu rada menadžera. Ovaj cilj se ostvaruje kroz gubitak:

- Autonomije u odlučivanju jer se otvaranjem stečaja upravljanje kompanijom prenosi na stečajnog upravnika (administratora), ili se ta autonomija ograničava njegovom saglasnošću;
- Sigurnosti zaposlenja, plata i privilegija koje uživaju menadžeri;

- Udela u vlasništvu usled konverzije duga u kapital, prodaje kompanije kao pravnog lica u stečaju i statusnih promena koje za rezultat imaju promenu vlasništva.

Pored gore navedenih ciljeva koji su u funkciji ostvarivanja ex-ante efikasnosti stečajne regulative, često se navodi da stečajna regulativa treba da obezbedi sigurnost i finansijsku disciplinu, odnosno da mora da postoji poverenje u institucije i izvesnost da će potraživanja poverilaca biti naplaćena u redovnom toku, ili kroz mehanizme prinudnog namirenja. Ostvarenje ovog cilja zahteva od stečajnog postupka da bude efikasan i brz. Stečajna regulativa treba da promoviše neutralnost i izvesnost. Ostvarenje ovog cilja zahteva da stečajna regulativa bude predvidljiva, da se dosledno primenjuje, i da bude fleksibilna. Fleksibilnost se ogleda u mogućnosti izbora i dogovora koji treba da bude na raspolaganju svim učesnicima u stečaju a ne samo jednom učesniku.

Da bi se ostvarili ciljevi koji se pred stečajnu regulativu postavljaju, definisana su stečajna načela, odnosno pravila, čijim poštovanjem se obezbeđuje pravično i efikasno vođenje stečajnog postupka. Radi se o sledećim načelima: načelu zaštite stečajnih poverilaca, jednakog tretmana i ravnopravnosti, ekonomičnosti, univerzalnosti, dispozitivnosti, sudskog sprovođenja postupka, imperativnosti i prekluzivnosti, koncentracije, hitnosti, dvostepenosti, atrakcije, sanacije, javnosti i informisanosti. Gore pomenuta načela detaljnije će se izložiti u tekstu koji sledi.

4.2. Stečajna načela

Prva stečajna načela definisana su u Engleskoj 1542. godine za vreme vladavine Henry VIII i uključivala su: načelo kolektivnog namirenja poverilaca, i načelo ravnomerne raspodele imovine dužnika svim poveriocima srazmerno visini njihovih potraživanja. Na ovim principima i danas počiva stečajna regulativa većine zemalja sveta.

Zakon o stečaju Republike Srbije predviđa primenu sledećih stečajnih načela:

- Načelo zaštite stečajnih poverilaca – Stečaj omogućava kolektivno i srazmerno namirenje stečajnih poverilaca srazmerno visini potraživanja, pripadnosti klasi ili isplatnom redu, i veličini aktivne stečajne mase stečajnog dužnika;

- Načelo jednakog tretmana i ravnopravnosti – U stečajnom postupku obezbeđuje se jednak tretman i ravnopravan položaj svim poveriocima istog isplatnog reda, odnosno klase, i time je sprečeno pogodovanje jedne klase poverilaca na račun druge;
- Načelo ekonomičnosti – Sprovođenje stečajnog postupka treba da omogući ostvarivanje najveće moguće vrednosti imovine stečajnog dužnika i namirenje poverilaca u što kraćem roku i većem iznosu;
- Načelo univerzalnosti – Stečajnu masu čini celokupna dužnikova imovina bez obzira gde se ona nalazi u momentu otvaranja stečaja. Ovo važi u slučaju pokretne imovine, dok u slučaju nepokretne imovine u stečajnu masu ulazi samo ona imovina koja se nalazi na teritoriji zemlje gde dužnik ima sedište;
- Načelo dispozitivnosti – Stečajni postupak se pokreće na predlog ovlašćenog lica koje ima pravo da ovaj predlog i povuče. Ovlašćeni predlagač može da povuče predlog za pokretanje stečaja pre isticanja oglasa o otvaranju stečaja na oglasnoj tabli suda;
- Načelo sudskog sprovođenja postupka (načelo legaliteta) – Po donošenju rešenja kojim se otvara stečaj nad stečajnim dužnikom, stečajni postupak sprovodi sud po službenoj dužnosti i to na dužnicima za koje se utvrdi da postoji ispunjen stečajni razlog. U slučaju da ne postoji stečajni razlog predviđen zakonom, sud odbacuje predlog ovlašćenog predlagača za pokretanje stečaja;
- Načelo imperativnosti i prekluzivnosti – Stečajni postupak se sprovodi u skladu sa zakonom i isključen je uticaj volje stranaka stečaja. Propisani rokovi su prekluzivni i ne može se tražiti povrat u predašnje stanje zbog propuštanja rokova ili ročišta, niti se može podnositi predlog za ponavljanje ili reviziju postupka. Pravnosnažne odluke suda se mogu pobijati isključivo zahtevom za zaštitu zakonitosti;
- Načelo koncentracije – Stečajni postupak se sprovodi od strane suda kroz striktno poštovanje procesnih radnji predviđenih zakonom;
- Načelo hitnosti – Stečajni postupak je hitan i nisu dozvoljeni zastoji i prekidi;
- Načelo dvostepenosti – Stečajni postupak je dvostepen, osim ukoliko je zakonom isključen pravni lek. U stečajnom postupku postoje dva redovna pravna leka: žalba protiv rešenja i prigovor protiv zaključka. O žalbi odlučuje drugostepeni sud;

- Načelo atrakcije – Sud koji sprovodi stečajni postupak preuzima na sebe vođenje i svih drugih postupaka koji su povezani sa stečajem. Na ovaj način se obezbeđuje veća efikasnost i ekonomičnost stečajnog postupka;
- Načelo sanacije – Zbog negativnih ekonomskih, socijalnih i pravnih posledica stečaja, subjekti stečaja primarno treba da budu orjentisani na otklanjanje uzroka koji su doveli do stečaja i pružanje mogućnosti stečajnim dužnicima koji su ekonomski vitalni da nastave poslovanje kroz reorganizaciju;
- Načelo javnosti i informisanosti – Stečajni postupak je javan i svi učesnici u stečajnom postupku imaju pravo na blagovremeni uvid u informacije vezane za sprovođenje postupka, osim ukoliko te informacije predstavljaju poslovnu ili službenu tajnu. Ova javnost se obezbeđuje oglašavanjem akata vezanih za stečaj na oglasnoj tabli suda, Službenom glasniku, portalu Privrednih sudova i internet stranici Agencije za privredne registre, Velimirović (2012: 47-53).

Pored gore navedenih načela, u stečaju se primenjuje i načelo ograničenja stečajnog dužnika koje pretpostavlja da se sva dužnikova prava i ovlašćenja po otvaranju stečaja ex-lege prenose na organe stečajnog postupka. Na ovaj način se sprečava zloupotreba stečajnog postupka od strane stečajnog dužnika i mogućnost preduzimanja radnji koje bi za posledicu imale smanjenje aktivne stečajne mase. Pojedina zakonodavstva se razlikuju u stepenu primene ovog načela. U kontekstu Republike Srbije, otvaranjem stečaja po automatizmu se imenuje stečajni upravnik. U slučaju stečajnog postupka kod koga je predlog za pokretanje stečaja podnet sa unapred pripremljenim planom reorganizacije, praksa stečajnih sudija je da imenuju privremenog stečajnog upravnika kao meru obezbeđenja.

U kontekstu reorganizacije stečajnih dužnika, podnošenje i usvajanje plana reorganizacije se vrši uz poštovanje sledećih načela:

- Načelo dobrovoljnosti – Plan reorganizacije je izvršna isprava, odnosno ugovor, kojim se redefinišu dužničko-poverilački odnosi između stečajnog dužnika i poverilaca. Preduslov za njegovo usvajanje je da dužnik pokazuje interesovanje za reorganizaciju i da su poverioci kvalifikovanom većinom podržali plan reorganizacije;

- Načelo ravnopravnosti učesnika u postupku – Stečajnim planom se moraju osigurati jednaka prava poverilaca u okviru iste klase. Svaki dogovor postignut sa stečajnim dužnikom koji favorizuje konkretnog poverioca u odnosu na druge poverioce iz iste klase ne proizvodi pravno dejstvo. Ovo načelo se ne odnosi na poverioce koji su svrstani u različite klase;
- Načelo ograničenja prava dužnika – Dužnikova prava i ovlašćenja mogu biti ograničena planom reorganizacije na način da se za pojedine pravne radnje zahteva prethodna saglasnost ili vrši nadzor od strane: stečajnog upravnika, lica zaduženog za praćenje sprovođenja plana, ili nekog drugog stečajnog organa čije je formiranje predviđeno planom. Cilj ograničenja je da se obezbedi nadzor na sprovođenjem plana i njegovo izvršenje u skladu sa odredbama na koje su se poverioci saglasili prilikom glasanja za plan reorganizacije;
- Načelo javnosi – Svim zainteresovanim licima mora biti obezbeđen uvid u sadržinu plana pre zakazanog ročišta za njegovo glasanje. Ova javnost se obezbeđuje objavljivanjem teksta plana reorganizacije u Službenom glasniku, stavljanjem teksta plana reorganizacije na sajt Agencije za privredne registre ili omogućavanjem uvida u tekst plana reorganizacije u prostorijama suda.

Pomenuta načela su u većoj ili manjoj meri integrisana u stečajnim zakonodavstvima drugih zemalja, ali ono po čemu se stečajne regulative razlikuju su: prava data pojedinim klasama poverilaca, formiranim organima stečajnog postupka i njihovim ovlašćenjima, i toku postupka stečaja (procesnim radnjama). U kontekstu reorganizacije, razlike između stečajnih regulativa se ogladaju u sledećem: merama sanacije, pravima koja poverioci imaju u postupku pripreme i usvajanja plana reorganizacije, da li se reorganizacija nameće kao rešenje kome se mora pribeći ili se poveriocima ostavlja pravo da opredele sudbinu kompanije. Rešenja koja primenjuju pojedine zemlje utiču na sledeće: 1) kvalitet stečajnog postupka; 2) vrednost koja se kreira za učesnike stečaja: 3) stepen namirenja poverilaca, i 4) opšte zdravlje i konkurentnost privrede jedne zemlje. Postizanje veće efikasnosti stečajne regulative zahteva i njenu harmonizaciju. Ovo je od posebnog značaja za kompanije koje obavljaju poslovanje u više zemalja. Više o ovome u tekstu koji sledi.

4.3. Okviri međunarodnog i evropskog stečajnog prava

U cilju povećanja opšte efikasnosti stečajnog postupka širom sveta, poslednje dve decenije brojne međunarodne institucije uključile su se u proces harmonizacije stečajne regulative. U ovom kontekstu najveći značaj imaju smernice Svetske banke[43] i UNCITRAL-a (eng. *United Nation Commission on International Trade Law*).[44]

Shodno principima koji su razvijeni od strane Svetske banke, efikasna stečajna regulativa treba da nastoji da ispuni sledeće ciljeve:

- Bude integrisana u pravni i ekonomski ambijent konkretne zemlje;
- Doprinese maksimizaciji vrednosti imovine kompanija na način da omogući likvidaciju kompanija koje nisu ekonomski vitalne, ili čijom bi se likvidacijom ostvarila veća vrednost nego u slučaju reorganizacije;
- Održi balans između reorganizacije i bankrotstva i proceduralno omogući brz i jednostavan prelazak iz jednog sistema u drugi;
- Obezbedi jednak tretman između poverilaca u okviru istih grupa poverilaca, i ravnopravnost domaćih i inostranih poverilaca;
- Obezbedi blagovremeno, efikasno i nepristrasno okončanje stečaja;
- Spreči prevremenu raspodelu imovine stečajnog dužnika od strane pojedinih poverilaca;
- Obezbedi transparentnost stečajne procedure i stimuliše razmenu informacija između učesnika u stečaju;
- Obezbedi priznavanje postojećih potraživanja poverilaca i očuvanje prioriteta naplate potraživanja kroz predvidljiv i jasno definisan stečajni proces;
- Uspostavi okvire za međunarodni stečaj uz uključivanje odredbi kojima se reguliše priznavanje potraživanja inostranih poverilaca;
- Spreči moguće zloupotrebe u primeni stečajnog prava.

---

[43] U okviru Svetske banke 2001. godine izgrađeni su opšti stečajni principi pod nazivom: „*Principles for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems*". Isti su revidirani 2005. godine i trebali su da budu smernica zemljama u ...u u donošenju lokalne stečajne regulative. Draft verzija ovih principa dostupna je na: http://www.worldbank.org/ifa/...eng.pdf [Pristupljeno: 31.05.2015.].

[44] Pun naziv ovih principa je: „*UNCITRAL Model ... on Cross-border Insolvency with Guide to Enactment and Interpretation*". Principi su dostupni na: http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/1997-Model-Law-Insol-2013-Guide-Enactment-e.pdf [Pristupljeno: 31.05.2015.].

UNICITRAL zahtevi su usaglašeni sa zahtevima Svetske banke i u delu stečajne regulative pred regulatore postavljaju sledeće zadatke:

- Održavanje balansa između reorganizacije i bankrotstva;
- Ravnopravan položaj poverilaca u okviru iste klase poverilaca;
- Nastojanje za blagovremenim, efikasnim i nepristrasnim okončanjem stečaja;
- Očuvanje imovine stečajnog dužnika i omogućavanje ravnomernog namirenja poverilaca;
- Transparentnost stečajnog postupka i stimulisanje razmene informacija između učesnika u stečaju;
- Priznavanje postojećih potraživanja poverilaca i jasno definisanje pravila za njihovo grupisanje;
- Definisanje okvira za međunarodni stečaj.

Imajući u vidu da se Republika Srbija priprema za članstvo u Evropskoj uniji, od značaja je pomenuti i evropsku konvenciju o stečajnom postupku. Jabez Henry (1775-1835) se smatra začetnikom ideje o harmonizaciji evropske stečajne regulative. On je tvorac Nacrta plana međunarodnog stečajnog zakona za različite komercijalne države Evrope, a koji je bio osnov i za reformu evropske regulative 1827. godine, Graham (2001: 155). Nakon 170 godina od ovog nacrta prvi put je široj javnosti predstavljena Evropska konvencija (u daljem tekstu "EU konvencija") o stečajnom postupku koja napušta ideju o potrebi stvaranja univerzalnog i jedinstvenog tržišta i daje mogućnost zemljama članicama da samostalno urede područje stečaja. Zbog ove činjenice EU konvencija se ne može smatrati okvirom za harmonizaciju stečajnog prava Evropske unije, već pre mehanizmom za usklađivanje lokalnog stečajnog zakonodavstva u situaciji kada postupci stečaja prelaze granice pravnog sistema zemlje članice. Konvencija reguliše sledeće oblasti: pitanja nadležnosti sudova u slučaju međunarodnih stečajeva, rešavanje konfliktnih odredbi lokalnih stečajnih zakonodavstava, vođenje sekundarnih stečajnih postupaka, prava poverilaca na informisanje i prijavu potraživanja, priznavanje i sprovođenje odluka suda izvan granica pravnog sistema članice gde je vođen stečajni postupak i dr. Sve članice EU su potpisale EU Konvenciju izuzev Velike Britanije koja to nije učinila zbog aktuelnog političkog problema izazvanog bolešću "ludih krava" i zabranom uvoza mesa iz Engleske u Evropsku uniju. Iako EU konvencija nikada nije stupila na snagu, od

harmonizacije stečajnih postupaka na prostoru Evropske unije se nije odustalo. Potpisivanjem Amsterdamskog ugovora 1997. godine proširena su ovlašćenja tela Evropske unije i stvoreni prostori za primenu EU konvencije njenim ugrađivanjem u Regulativu Veća Evropske unije o stečajnim postupcima br. 1346/2000 (Regulation (EC) No 1346/2000).[45] Poslednje izmene ove regulative bile su u decembru 2014. godine i osnovni smisao izmena se ogleda u podsticanju rehabilitacije kompanija u ozbiljnim finansijskim teškoćama i proširivanje njenog delovanja na reorganizaciju. Kao i EU konvencija, ona ne sadrži pravila kojima se nastoji unificirati stečajna regulativa članica unije, već ista nastoji alocirati i urediti pravne odnose članica na području međunarodnih stečajeva. Ova regulativa primenjuje koncept COMI (eng. *centre of main interest*) prema kome je središte glavnog interesa u zemlji u kojoj je kompanija registrovana i ima sedište, osim ukoliko postoje dokazi za suprotno. Zemlja članica ima pravo da odbije da prizna stečajni postupak ili da izvrši odluku donetu od strane drugog suda ukoliko bi priznavanje i izvršenje te odluke bilo suprotno javnom interesu zemlje članice i njenom pravnom poretku. Nezavisno gde se postupak vodi, nadležni sud je u obavezi da obavesti sve poverioce koji su mu poznati o otvaranju stečajnog postupka, a u cilju prijave potraživanja i ostvarivanja prava na naplatu potraživanja iz stečajne mase.[46]

4.4. Ocena efikasnosti stečajnog postupka

U cilju merenja efikasnosti stečajne regulative, razvijena su različita merila i neka od najčešće korišćenih su:

- Vreme provedeno u stečaju – Iskazuje se najčešće u godinama i predstavlja prosečno vreme koje kompanija provede u stečaju;
- Troškovi stečaja – Merilo uključuje sve troškove stečajnog postupka (direktne i indirektne) i najčešće se iskazuju kao procenat od ukupne imovine stečajnog dužnika;

[45] Tekst Regulative Veća Evropske unije o stečajnim postupcima br. 1346/2000 je dostupan na: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX:32000R1346 [Pristupljeno 05.06.2015.]

[46] Virgós, M. S. & Garcimartin, F. A. (2004). *The European Insolvency Regulation: Law and Practice*. The Hague: Kluwer Law International, prvo izdanje.

- Stopa naplate potraživanja – Pokazuje u kojoj meri poverioci iz stečaja naplate potraživanja iz ugovornih odnosa;
- Postizanje efikasnog ishoda – Ukazuje na efikasnost stečajnog postupka u postizanju efikasnog ishoda. U zavisnosti od cilja istraživanja i korišćene metodologije, efikasni ishod može biti prodaja stečajnog dužnika i njegove imovine, ili reorganizacija;
- Stepen u kom sud učestvuje u postupku stečaja – Stepen uticaja suda na tok stečajnog postupka predstavlja zbir sledeća tri indikatora: da li sud samostalno imenuje stečajnog upravnika ili je za to potrebna saglasnost drugih stečajnih organa ili učesnika, imaju li poverioci uvid u rad stečajnog upravnika ili to ima samo sud, i odlučuje li sud o prihvatanju plana reorganizacije;
- Očuvanje prioriteta naplate potraživanja poverilaca – U nekim sistemima može se desiti da poverilac koji bi u izvršnom postupku imao prioritet naplate potraživanja ovaj prioritet izgubi u stečajnom postupku;
- Da li razlučni poverioci imaju prioritet u naplati potraživanja – Razlučni poverioci treba da imaju prioritet naplate potraživanja iz vrednosti imovine na kojoj imaju uspostavljeno založno pravo. U nekim sistemima ovo pravilo se dosledno ne primenjuje;
- Da li postoje odredbe kojima se sprečava izvršenje na imovini stečajnog dužnika – Pojedini sistemi imaju odredbu kojima se zabranjuje izvršenje na imovini stečajnih dužnika od strane pojedinačnih poverilaca od momenta kada stečajni dužnik aplicira za stečaj;
- Stepen u kome banke naplaćuju svoja potraživanja i vremenski period koji je neophodan da se ostvari ta naplata – Indikator stepena u kome banke naplaćuju svoja potraživanja i brzine te naplate. Ovo merilo je dobar indikator efikasnosti stečajnog sistema u zemljama sa nerazvijenim finansijskim tržištem gde se kompanije u obezbeđivanju potrebnih finansijskih sredstava oslanjaju na banke.

Efikasnost stečajne regulative se može postići u tri stadijuma, Succurro (2012: 108). Prvi stadijum ili ex-ante efikasnost nastoji da ograniči upotrebu pravnih procedura u stečajnom postupku što opredeljuje vreme i visinu troškova stečaja. Drugi stadijum ili međufazna

efikasnost se vezuje za nastupanje finansijskih teškoća i nastanak konflikata interesa različitih učesnika u stečaju. Razrešavanje ovih konflikta jedan je od prioriteta stečajne regulative i bitno opredeljuje vreme koje kompanija provede u stečaju i visinu troškova stečaja. Treći stadijum ili ex-post efikasnost je postignuta ukoliko su poverioci i ostali učesnici u stečaju postigli najveći mogući stepen naplate svojih potraživanja. Ovaj stadijum je od posebnog značaja za konkurentnost zemlje i mogućnost privlačenja investitora.

U disertaciji, efikasnost stečajne regulative će se testirati upotrebom javno raspoloživih informacija. Zbog činjenice da informacije o ukupnim troškovima stečaja nisu javno raspoložive, testiranje uticaja stečajne reorganizacije na vrednost kompanija će se primarno bazirati na vremenu koje kompanija provede u stečaju, odnosno do postizanja efikasnog ishoda (usvajanje i pravnosnažnost plana reorganizacije). Testiranje efikasnosti stečajne regulative upotrebom drugih merila bi zahtevalo sprovođenje zasebnog istraživanja uz uključivanje različitih ispitanika (stečajnih upravnika, stečajnih sudija, banaka, komercijalnih poverilaca, menadžmenta i vlasnika kompanija u finansijskim teškoćama i dr.). Ovakav pristup bi za posledicu imao značajno produžavanje vremena istraživanja uz nastanak dodatnih troškova, dok bi njegov kvalitet bio ograničen edukovanošću ispitanika u delu mogućnosti koje stečajna regulativa nudi i njihovom spremnošću da daju iskrene odgovore. U kontekstu stope naplate potraživanja, prema mišljenju autora, Republika Srbija ima mladu istoriju reorganizacije. Zbog ove činjenice u momentu pisanja teze nije moguće sprovesti istraživanje stvarnog stepena naplate potraživanja poverilaca u reorganizaciji, dok su iznosi deklarisani u planovima reorganizacije optimistični u odnosu na finansijske mogućnosti stečajnih dužnika, postojeće privredne tokove i mere koje vlada Republike Srbije preduzima da bi se omogućila rehabilitacija srpske privrede. Shodno navedenom, u disertaciji će se sprovesti istraživanje uticaja promene ključnih upravljačkih struktura, vremena provedenog u stečaju, primenjene stečajne procedure i formiranih nadzornih poverilačkih organa na uspešnost usvojenih planova reorganizacije. Akcenat disertacije je na praćenju međufazne efikasnosti jer ova faza ima najveći značaj za proučavanje uticaja reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja zbog prisutnih konflikata interesa različitih učesnika u stečaju.

Imajući u vidu značaj vremena i troškova kao indikatora efikasnosti stečajnog sistema, u delu rada koji sledi daće se detaljna pojašnjenja njihovog uticaja na vrednost kompanija u finansijskim teškoćama i efikasan ishod stečajnog postupka.

4.4.1. Vreme provedeno u stečaju kao indikator efikasnosti stečajne regulative

Vreme koje kompanija provede u stečaju utiče na:

- Alokaciju resursa na mikro i makro nivou i
- Troškove stečaja.

Skraćivanjem vremena provedenog u stečaju obezbeđuje se alokacija resursa i kreiranje vrednosti na nivou kompanije i cele privrede. U slučaju da se stečajni postupak sprovodi bankrotstvom, sredstva koja poverioci dobijaju iz stečajne mase mogu biti iskorišćena u druge projekte, ali isto tako kupci imovine stečajnog dužnika mogu produktivnije da koriste kupljenu imovinu, ili ukoliko je stečajni dužnik kupljen kao pravno lice on može nastaviti da posluje pod boljim vlasništvom i menadžmentom. Ukoliko se stečajni postupak sprovodi reorganizacijom, bržim izlaskom iz stečaja kompanijama u finansijskim teškoćama omogućeno je da započnu nove projekte iz kojih mogu da plaćaju dugove, doprinose kreiranju vrednosti svih stejkholdera i opštoj društvenoj zajednici.

Između vremena provedenog u stečaju i troškova stečaja postoji pozitivna korelacija. Produžetak vremena koje kompanija provede u stečaju dovodi do rasta troškova stečaja. Kod stečajnih postupaka koji traju duže, slabi uticaj tržišta na poslovanje kompanija i menadžment gubi podsticaj da donosi odluke koje su u funkciji očuvanja i kreiranja vrednosti stečajnog dužnika. Pored navedenog, nastavak saradnje stečajnog dužnika sa postojećim ili otpočinjanje saradnje sa novim poslovnim partnerima će biti pod nepovoljnijim uslovima zbog neizvesnog ishoda stečaja, Bebchuk (2000:5). Zbog ove činjenice uticaj vremena provedenog u stečaju je pogotovo izražen u delu indirektnih troškova stečaja.

LoPucki & Doherty (2004:128) su utvrdili da dupliranje vremena koje kompanija provede u stečaju dovodi do rasta direktnih troškova stečaja za 57%. Djankov i dr. (2008: 1120) su proučavanjem više od 88 zemalja sveta utvrdili da su troškovi stečaja u sedam zemalja sa dugim stečajnim postupkom iznosili čak 30% imovine stečajnog dužnika. Navedeni rezultati ukazuju

da produžavanje vremena koje kompanija provede u stečaju vodi rastu troškova stečaja i umanjuje „going concern" vrednosti kompanije. Ovo u krajnjoj meri opredeljuje izbor poverilaca da li da podrže plan reorganizacije ili da nastavak stečaja bude kroz bankrotstvo. Vreme provedeno u stečaju zavisi od više faktora od kojih su najznačajniji:

- Veličina kompanije;
- Finansijsko zdravlje kompanije (primarno profitabilnost i likvidnost);
- Visina obezbeđenog duga;
- Granski uslovi;
- Broj i struktura poverilaca;
- Efikasnost stečajnog postupka i tip stečajne procedure koji se koristi.

Veličina kompanije – Veće kompanije zahtevaju duži vremenski period da budu restrukturirane, odnosno likvidirane u postupku bankrotstva. Ovo iz razloga što u slučaju reorganizacije kompleksniji slučajevi zahtevaju duži vremenski period za pronalaženje adekvatnog rešenja za finansijsko-poslovnu rehabilitaciju, dok u slučaju bankrotstva pronalaženje zainteresovanog kupca za velike i složene sisteme zahteva značajne pregovore sa potencijalnim kupcima.

Finansijsko zdravlje kompanije – Uticaj finansijskog stanja na vrednost kompanija i ishod stečaja se najčešće testira preko profitabilnosti i likvidnosti. Postojeća profitabilnost je indikator buduće profitabilnosti i „going concern" vrednosti, Helwege & Packer (2003: 101). Kompanije koje su pre ulaska u stečaj bile profitabilnije, imaju veću šansu da restrukturiraju svoja dugovanja u privatnim pregovorima sa poveriocima, a u slučaju apliciranja za stečaj poverioci će biti spremniji da brže prihvate plan reorganizacije kako bi sprečili eroziju vrednosti izazvanu troškovima stečaja, (Wruck, 1990: 422; Orbe i dr., 2001: 40, Dewaelheyns & Hulle, 2009: 5). Prilikom razmatranja likvidnosti, bitno je uzeti u obzir nivo finansijskog leveridža kompanije. Naime, poluga za povećanje profitabilnosti može biti finansijski leveridž, ali sa povećanjem finansijskog leveridža rastu agencijski troškovi i povećava se rizik ulaska kompanije u finansijske teškoće. Pored navedenog, profitabilnije kompanije u finansiranju svojih potreba mogu u većoj meri da se oslanjaju na interno generisane izvore u odnosu na eksterne izvore tj. dugove. Ovo za posledicu ima negativnu korelaciju između leveridža,

profitabilnosti i vrednosti kompanije, Booth et al., 2001[47]; Bevan & Danbolt, 2002[48]; Daskalakis & Psillaki, 2009[49]; Frank & Goyal, 2009[50] (citirano prema: Chen & Chen, 2011: 122). Uticaj likvidnosti na ishod stečaja i vrednost kompanije u finansijskim teškoćama je dvojake prirode, poverioci kompanija u finansijskim teškoćama biće zainteresovani za brzu likvidaciju njene imovine pre nego za reorganizaciju, Dewaelheyns & Hulle (2009: 11). Ukoliko bi se poverioci opredelili da nastavak stečaja ide u pravcu reorganizacije, oni će biti zainteresovani za brzo usvajanje plana reorganizacije kompanija koje imaju veću likvidnost jer time sprečavaju negativan uticaj indirektnih troškova stečaja na „going concern" vrednost.

Visina obezbeđenog duga – Ukoliko je veće učešće obezbeđenog duga u ukupnom dugu, veća je i verovatnoća da će se poverioci opredeliti za brzu prodaju imovine tj. bankrotstvo pre nego za reorganizaciju. Zbog ove činjenice vreme provedeno u stečaju će u slučaju kompanija sa većim učešćem obezbeđenog duga biti kraće, pogotovo ukoliko su potraživanja razlučnih poverilaca manja od vrednosti imovine koja služi kao obezbeđenje po tim potraživanjima, i ukoliko je ta imovina likvidnija, Ayotte i Morrison (2008: 1).

Granski uslovi – Ukoliko su razlozi ulaska kompanije u finansijske teškoće opredeljeni lošim stanjem u grani, a ne toliko poslovnom politikom kompanije, zbog domino efekta poslovni partneri i konkurenti kompanije će se takođe suočavati sa finansijskim teškoćama ili privremenim gepovima u likvidnosti. U ovoj situaciji je mnogo teže naći prihvatljivo rešenje za sve stejkholdere u reorganizaciji. U slučaju da se stečaj odvija kroz bankrotstvo, pronalaženje potencijalnih kupca koji bi kupili kompaniju u finansijskim teškoćama, ili njenu imovinu, otežano je jer su najčešće kupci konkurenti koji se takođe suočavaju sa finansijskim teškoćama, ili su isti ograničeni slobodnim novčanim sredstvima za investicione projekte.

[47] Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2001). Capital structure in developing countries. *Journal of Finance*. Vol. 56, str. 87-130.

[48] Bevan, A.A. & Danbolt J. (2002). Capital structure and it determinants in the United Kingdom – A Decompositional Analysis. *Applied Financial Economics*. Vol. 12, No. 3, str. 159-170.

[49] Daskalakis, N., & Psillaki, M. (2007). Determinants of Capital Structure Choice: A Study of the Indian Corporate Sector. *Applied Financial Economics*. Vol. 18, No. 2), str. 87-97.

[50] Frank, M.Z. & Goyal V.R. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 67, No. 2, str. 217-248.

Broj i struktura poverilaca – U slučaju kompanija koje imaju veliki broj poverilaca sa različitim interesima i obezbeđenjem, konflikti interesa su izraženiji nego u slučaju kompanija sa manjim brojem homogenih poverilaca.

Efikasnost stečajnog postupka i tip stečajne procedure – Pojedina zakonska rešenja mogu značajno da ubrzaju postupak stečaja. Kompanije koje apliciraju za stečaj u skladu sa unapred izglasanim planom reorganizacije provedu kraći vremenski period u stečaju od kompanija koje podnesu plan reorganizacije u toku stečaja, Orbe i dr. (2001: 40). Giné & Love (2006:18) su na primeru 1.924 kompanija koje su aplicirale za stečaj u Kolumbiji u periodu 1996. – 2003. utvrdili da je izmena stečajne regulative 1999. godine za posledicu imala skraćenje perioda koji kompanija provede u reorganizaciji sa 34 na 12 meseci, dok je u slučaju bankrotstva ovo skraćenje vremena bilo sa 49 na 33 meseca.

Iz svega što je gore navedeno se može zaključiti da veliki broj faktora opredeljuje vreme trajanja stečajnog postupka. Isto tako, vreme provedeno u stečaju opredeljuje visinu troškova stečaja i „going concern" vrednost kompanija u postupku reorganizacije, odnosno likvidacionu vrednost kompanija čiji se stečaj sprovodi bankrotstvom. Zbog ove činjenice, prilikom donošenja propisa regulator mora da vodi računa o oba indikatora kvaliteta stečajnog postupka. Kada se bira između bržih i troškovno manje skupljih postupaka, prioritet treba dati postupcima koji kraće traju jer duže vreme provedeno u stečaju za sobom povlači veću neizvesnost u pogledu iznosa koji se može naplatiti iz stečajne mase ili reorganizacijom poslovanja stečajnog dužnika.

4.4.2. Troškovi stečaja

Ulazak kompanije u stanje insolventnosti za sobom povlači nastanak troškova finansijskih teškoća. Poznavanje strukture troškova stečaja i njihovog uticaja na vrednost kompanija u finansijskim teškoćama utiče na izbor strukture kapitala i tok stečajnog postupka. Kompanije koje imaju veće potencijalne troškove stečaja izbegavaju veći nivo finansijskog leveridža, odnosno u strukturi izvora finansiranja manje se oslanjaju na dugove, Georg & Hwang (2006: 1). U kontekstu uticaja troškova stečaja na sam tok stečajnog postupka, učesnici

stečaja prilikom donošenja odluka o izboru strategije naplate uzimaju u obzir ukupne troškove stečaja koje proizvodi izabrana strategija.

Struktura troškova stečaja i njihova visina određeni su definicijom troškova stečaja, više o ovome u tekstu koji sledi.

4.4.2.1. Definicije troškova stečaja

Postoji više definicija troškova stečaja, a mi smo se opredelili da izložimo one koje su neophodne za razumevanje odluka koje donose ključni stejkholderi stečajnog dužnika u toku postupka stečaja. U zavisnosti od toga ko stvarno snosi troškove stečaja, isti se mogu svrstati u sledeće četiri kategorije:

1. Stvarni troškovi stečaja koje snosi stečajni dužnik;
2. Stvarni troškovi stečaja koje snose poverioci, ali ne i stečajni dužnik;
3. Gubici koji se mogu pripisati poslovanju stečajnog dužnika i koji se prebijaju na teret dobitaka drugih subjekata stečaja;
4. Stvarni gubici koji terete druge učesnike u stečaju, ali ne stečajnog dužnika i njegove poverioce, Branch (2002: 40).

Za ocenu efikasnosti stečajne procedure relevantni su troškovi koji se svrstavaju u prve tri kategorije, Branch (2002: 40). Prema svojoj prirodi, troškovi stečaja se mogu podeliti na direktne i indirektne. Direktni troškovi stečaja uključuju sledeće: troškove advokata, konsultanata i drugih stručnih lica angažovanih tokom postupka stečaja, vreme menadžera provedeno u pregovorima sa poveriocima, troškove koji nastaju u vezi sa samim postupkom stečaja (sudske takse) i troškove povezane sa ograničenim izvorima finansiranja. Najvećim delom ovi troškovi predstavljaju transfer bogatstva u formi plaćanja od poverilaca ka advokatima i konsultantima, Branch (2002: 54). Osnovni problem u merenju ovih troškova je nepostojanje jedinstvene baze podataka. Utvrđivanje direktnih troškova stečaja u Republici Srbiji se svodi na korišćenje procesnih rešenja koji su raspoloživi na sajtu Agencije za privredne registre i podacima koji su prezentovani u planovima reorganizacije. Zbog ograničenog pristupa informacijama, istraživanje troškova stečaja bi zahtevalo kvalitativnu analizu manjeg broja

stečajnih predmeta koji su podneti na području određenog suda, ili nekoliko sudova, uz saradnju stečajnih sudija i stečajnih dužnika.

Indirektni troškovi obuhvataju širok spektar skrivenih troškova koji su nastali iz propuštenih mogućnosti (oportunitetni troškovi), Altman & Hotchkiss (2006: 93-94). Chen & Merville (1999: 277) smatraju da postoje četiri izvora oportunitetnih troškova:

- Gubitak ključnih kupaca;
- Gubitak ključnih dobavljača;
- Odlazak ključnog menadžmenta;
- Propuštene investicije.

Shodno zakonskoj regulativi Republike Srbije, sledeći troškovi se smatraju troškovima stečajnog postupka:

- Sudski troškovi stečajnog postupka;
- Nagrade i naknade stečajnom upravniku;
- Drugi izdaci koji se namiruju kao troškovi stečajnog postupka, Zakon o stečaju, član 103.

Zakon o stečaju ne definiše šta spada u sudske troškove, ali bi se tumačenjem drugih zakonskih odredbi moglo zaključiti da se radi o sledećim troškovima:

- Sudskim taksama za predlog za pokretanje stečajnog postupka i vođenje drugih sudskih radnji u toku samog postupka stečaja;
- Troškovi stručnih lica angažovanih u postupcima prinudne naplate (npr. privatni izvršitelji);
- Troškovi prethodnog stečajnog postupka, ukoliko je isti bio pokrenut;
- Avans na ime troškova stečajnog postupka koji obuhvata troškove oglašavanja i troškove stečajnog upravnika koje odredi stečajno veće.[51]

Nagrada i naknada troškova stečajnom upravniku ima tretman troška stečajnog postupka, iako po svojoj prirodi ovi troškovi predstavljaju obavezu stečajne mase. Naknada troškova se

[51] Spasić, S. (2007). Zaključenje ili obustava stečajnog postupka-Problemi u praktičnoj primeni člana 4. Zakona o stečajnom postupku. e-Press 2007 / 257, *VII-8 - Opšti privredni propisi/Likvidacija i stečaj*. [online]Elektronska baza Paragrafa.

određuje prema stvarnim troškovima koje stečajni upravnik ima u obavljanju poslova, dok je visina nagrade određena obimom stečajnih poslova, vrednošću aktivne stečajne mase, rezultatima koji su ostvareni i drugim merilima koji su propisani zakonom. Konačnu visinu nagrade i naknade troškova stečajnom upravniku određuje stečajni sudija. U slučaju prethodnog stečajnog postupka u skladu sa unapred pripremljenim planom reorganizacije, ukoliko je u ovom postupku imenovan privremeni stečajni upravnik, troškove njegovog angažovanja snosi podnosilac plana.[52] Drugi izdaci koji spadaju u troškove stečaja su:

- Naknade stvarnih i nužnih troškova koje određuje stečajni sudija predsedniku i članovima odbora poverilaca;
- Troškovi izrade pečata i otvaranja novih računa;
- Potraživanja na osnovu dvostranog štetnog ugovora kod koga je ostao stečajni upravnik, u slučaju da je prestao da ga izvršava;

Svi ostali troškovi stečaja, koji nisu decidno navedeni kao troškovi stečajnog postupka, smatraju se obavezom stečajne mase. Troškovi stečaja koji predstavljaju obavezu stečajne mase mogu se smatrati troškovima stečajnog postupka u širem smislu. Ovi troškovi se svrstavaju u prvi isplatni red i njihovo namirenje je po namirenju troškova stečajnog postupka.[53] Pod obavezama stečajne mase smatraju se sledeći troškovi:

- Prouzrokovani radnjama stečajnog upravnika ili na drugi način upravljanjem, unovčenjem ili podelom stečajne mase, a koji ne spadaju u troškove stečajnog postupka;
- Iz dvostranoteretnog ugovora, ako se njegovo ispunjenje traži za stečajnu masu ili mora uslediti nakon otvaranja stečajnog postupka;
- Nastali neosnovanim obogaćenjem stečajne mase;
- Troškovi angažovanja zaposlenih koji su nastali nakon otvaranja stečajnog postupka.[54]

[52] Zakon o stečaju, član 159, stav 9.
[53] Zakon o stečaju, član 54, stav 1.
[54] Zakon o stečaju, član 104.

Troškovi nastali u vezi sa pripremom i podnošenjem plana reorganizacije padaju na teret podnosioca plana, osim ukoliko je podnosilac plana reorganizacije stečajni upravnik kada imaju tretman troškova stečajnog postupka.[55]

Iz navedenih zakonskih odredbi se može zaključiti da su troškovi stečaja i troškovi stečajne mase usko određeni. Intencija zakonodavca može biti i potreba za smanjivanjem tereta troškova stečajnog postupka na stečajnu masu i ostavljanje većeg prostora stečajnim poveriocima da naplate potraživanja iz imovine stečajnog dužnika. Pored navedenog, ukoliko podnosilac plana reorganizacije nije stečajni upravnik, svi troškovi koji su nastali u vezi sa pripremom i podnošenjem plana reorganizacije padaju na teret podnosioca plana. Prema postojećoj praksi u Republici Srbiji, vlasnici i stečajni dužnik (po otvaranju stečaja stečajni upravnik) najčešće podnose planove reorganizacije. Banke i ostali poverioci se retko javljaju kao podnosioci planova reorganizacije i unapred pripremljenih planova reorganizacije. Razlog ovakve prakse ogleda se u apsolutnom iznosu visokim troškovima izrade plana reorganizacije, kao i vremenu koje je potrebno uložiti za pripremu planova i pregovore sa poveriocima. Utvrđivanje visine ukupnih troškova stečaja treba da uzme u obzir različite aspekte, više o ovome biće u tekstu koji sledi.

4.4.2.2. Utvrđivanje visine ukupnih troškova stečaja

U kontekstu merenja ukupnih troškova stečaja, najveći broj ranijih istraživanja bavio se direktnim troškovima stečaja jer se oni mogu egzaktno utvrditi. Sve ove studije se mogu podeliti u četiri kategorije:

- Procena visine direktnih troškova i utvrđivanje njihovih determinanti;
- Procena uticaja direktnih troškova stečaja na strukturu kapitala;
- Poređenje uticaja direktnih troškova u odnosu na druge korporativne događaje;
- Poređenje troškova reorganizacije naspram troškova bankrotstva, Outecheva (2007: 68).

Visina direktnih troškova stečaja je funkcija vremena provedenog u stečaju i vrednosti kompanije. Uticaj vremena provedenog u stečaju na direktne troškove stečaja je već objašnjen,

[55] Zakon o stečaju, član 161, stav 2.

dok je u slučaju uticaja vrednosti kompanije na visinu direktnih troškova prisutan efekat skale, odnosno ovi troškovi se povećavaju sa rastom vrednosti kompanije po stopi koja opada sa kvadratom tržišne vrednosti kompanije, LoPucki & Doherty (2004: 113). Direktni troškovi imaju fiksnu komponentu zbog čega je prisutna ekonomija obima kod ovih troškova. Zbog ove činjenice, u slučaju manjih kompanija privatni pregovori su isplativiji od reorganizacije u stečaju, Altman & Hotchkiss (2006: 87).

Iako su ranija istraživanja direktnih troškova stečaja sprovedena na različitim bazama podataka i u različitim vremenskim periodima, ista su pokazala da direktni troškovi stečaja ne variraju značajno i da se u proseku kreću od 3,1% do 4,3% vrednosti imovine kompanija pre ulaska u finansijske teškoće, Branch (2002: 54). Najveći broj ovih istraživanja sproveden je na primeru kompanija koje posluju u Sjedinjenim Američkim Državama, u Tabeli 9 sumarno su prikazani rezultati ovih istraživanja.

Tabela 9. *Istraživanja direktnih troškova stečaja u SAD-u*

Studija	**Uzorak**	**Vremenski okvir**	**Procenjeni direktni troškovi stečaja**
Warner (1997)	11 železničkih kompanija u stečaju, procenjena tržišna vrednost imovine u godini apliciranja za stečaj $ 50 miliona	1933.-1955.	Prosek 4% od vrednosti kompanije jednu godinu pre apliciranja za stečaj.
Ang, Chua, McConnell (1982)	86 slučajeva iz severnog distrikta Oklahome, prosečna vrednost imovine $ 615.516	1963.-1979.	Prosek 7,5% (medijana 1,7%) od ukupne likvidacione vrednosti imovine
Altman (1984)	19 kompanija, prosečna vrednost imovine u godini koja prethodi apliciranju za stečaj $110 miliona	1974.-1978.	Prosek 4% (medijana 1,7%) od vrednosti kompanije pre apliciranja za stečaj u slučaju trgovaca na malo
			Prosek 9,8% (medijana 6,4%) od vrednosti kompanije pre apliciranja za stečaj u slučaju industrijskih kompanija
Weiss (1990)	37 kompanija koje su aplicirale za Poglavlje 11 u 7 stečajnih sudova u SAD-u, prosečna vrednost imovine pre apliciranja za stečaj $230 miliona	1980.-1986.	Prosek 3,1% od vrednosti kompanije pre apliciranja za stečaj (medijana 2,6%)
Tashjian, Lease & McConnell (1996)	39 kompanija, prosečna vrednost imovine u godini koja prethodi apliciranju za stečaj $ 570 miliona	1986.–1993.	Prosek 1,8% (medijana 1,4%) knjigovodstvene vrednosti imovine kompanije u fiskalnoj godini pre apliciranja za stečaj

Tabela 9. (nastavak)

Studija	Uzorak	Vremenski okvir	Procenjeni direktni troškovi stečaja
Betker (1997)	75 kompanija koje su aplicirale za Poglavlje 11, 48 kompanija koje su podnele unapred izglasani plan reorganizacije i 29 komanija koje su dobile ponudu za zamenu obveznica, prosečna vrednost imovine u godini koja prethodi apliciranju za reorganizaciju $675 miliona	1986.-1993.	Reorganizacija u stečaju-Prosek 3,93% (medijana 3,37%) od vrednosti kompanije pre apliciranja za stečaj
			Unapred izglasani planovi reorganizacije- Prosek 2,85% (medijana 2,38%) vrednosti kompanije pre apliciranja za stečaj
			Ponuda za zamenu- Prosek 2,51% (medijana 1,98%) vrednosti kompanije pre apliciranja za stečaj
Lubben (2000)	22 kompanije koje su aplicirale za Poglavlje 11, prosečna vrednost imovine u godini koja prethodi apliciranju za stečaj $50 miliona.	1994.	Prosek 1,8% vrednosti kompanije u momentu apliciranja za stečaj (medijana 0,9%). Ukoliko se se isključe unapred izglasani planovi reorganizacije, prosek je 2,5%
Lawless & Ferris (1997)	98 kompanija iz 6 stečajnih sudova, prosečna vrednost imovine $107.603	1991.-1995.	Prosek 6,1% (medijana 1,1%) ukupne vrednosti imovine kompanije u trenutku apliciranja za Poglavlje 7
Bris, Welch i Zhu (2006)	Preko 300 kompanija iz sudskih jedinica Arizona i New York, koje su aplicirale za Poglavlje 11 i Poglavlje 7, prosečna vrednost imovine u slučaju Poglavlja 11 $19.8 miliona i Poglavlja 7 $501.866	1995.-2001.	Poglavlje 7- Prosek 8,1% (medijana 2,5%) vrednosti imovine kompanije pre apliciranja za stečaj
			Poglavlje 11- Prosek 9,5 % (medijana 2%) vrednosti imovine kompanije pre apliciranja za stečaj
LoPucki & Doherty (2004)	48 kompanije iz Delavera i južnog distrikta New York, prosečna vrednost imovine u godini koja prethodi apliciranju za stečaj $ 480 miliona	1998.-2002.	Prosek 1,4% od vrednosti imovine kompanije u momentu apliciranja za stečaj

Prilagođeno prema: Altman & Hotchkiss (2006: 95-96).

Merenje indirektnih troškova otežano je njihovom prirodom. Prilikom analize indirektnih troškova bitno je napraviti distinkciju između finansijskih i ekonomskih teškoća. U najvećem broju slučajeva nemogućnost izmirivanja obaveza nastupa kao posledica finansijski loših performansi, a samo u slučaju malog broja kompanija ovaj rizik je rezultat ekonomskog slabljenja tj. gubitka tržišta. Zbog ove činjenice, istraživanja indirektnih troškova su se vršila na kompanijama u finansijskim teškoćama koje su ekonomski vitalne.