Prva ozbiljna istraživanja indirektnih troškova sproveo je Altman (1984: 171-198) na primeru 19 velikih kompanija koje su aplicirale za reorganizaciju u stečaju u periodu 1974. – 1978. Indirektne troškove stečaja ovaj autor razlaže na dve komponente: izgubljenu dobit od propuštene prodaje i abnormalne gubitke nastale iz razlike između očekivane i ostvarene dobiti. Poređenjem očekivanog sa ostvarenim profitom u periodu od tri godine koje prethode apliciranju za reorganizaciju u stečaju, Altman je utvrdio da se indirektni troškovi stečaja kreću oko 10,5% vrednosti kompanije pre apliciranja za stečaj. Ukoliko se ovi troškovi posmatraju kroz prizmu izgubljene dobiti, njihova visina može da bude i do 20,8% vrednosti imovine kompanije. Kod ovakvog merenja troškova stečaja teško je odrediti da li je pad profita posledica ulaska kompanije u stečaj, ili drugih razloga koji su postojali pre apliciranja za stečaj i koji nisu povezani sa finansijskim teškoćama. Opler & Titman (1994: 1015) su analizom 46.799 kompanija u granama koje su se suočavale sa finansijskim teškoćama, odnosno kod kojih je u periodu 1972. – 1991. bio prisutan pad prodaje i cena akcija, zaključili da kompanije koje su imale visok nivo finansijskog leveridža pre ulaska u finansijske teškoće su zabeležile veći pad prodaje i cene akcija i time snosile veće indirektne troškove stečaja u poređenju sa kompanijama gde je nivo finansijskog leveridža bio na nižem nivou. Negativan uticaj finansijskog leveridža je pogotovo bio izražen u granama sa visokom koncentarcijom privrednoh subjekata. Kao indikator indirektnih troškova stečaja ovi autori su koristili promenu prihoda od prodaje. Bhagat i dr. (1994) su indirektne troškove stečaja posmatrali analizom uticaja tužbi na tržišnu vrednost kompanija koje su bile tužene kao i one koje su bile tužioci. Ova studija je obuhvatila ukupno 550 opservacija za period 1981. – 1983. U slučaju tuženih kompanija koje su se suočavale sa finansijskim teškoćama, vest o podnošenju tužbe bila je praćena padom cena akcije za 1%, dok je vest o okončanju tužbenog procesa rezultirala abnormalnim rastom stope prinosa na akcije tužene kompanije, Bhagat i dr. (1994: 245). Ovaj uticaj je pogotovo bio izražen kod tuženih kompanija kod kojih je rizik stečaja bio veći. U slučaju kompanija koje su bile tužioci, uticaj vesti o podnošenju tužbe i okončanju tužbenog zahteva nije bio od uticaja na cenu akcija. Andrade i Kaplan (1997: 1) su istraživanjem 31 kompanije sa visokim nivoom finansijskog leveridža u periodu 1987. – 1992. došli do zaključka da najveći deo indirektnih troškova stečaja nastaje nakon što kompanija ude u finansijske teškoće, a neposredno pre apliciranja za stečajnu reorganizaciju. Ovi autori su utvrdili da su troškovi stečaja osetljivi na promene u makroekonomskom okruženju. Visina indirektnih troškova stečaja na primeru kompanija sa

visokim finansijskim leveridžom, koje su kasnije aplicirale za reorganizaciju u stečaju, se kretala u rasponu 10-20% vrednosti kompanija. Varijable korišćene za testiranje uticaja finansijskih teškoća na indirektne troškove stečaja uključile su širok spektar finansijskih pokazatelja: odnos troškova istraživanja i razvoja i troškova prodaje, stopu prinosa na akcije, promenu poslovnog prihoda, odnos duga i kapitala, pokriće troškova kamata sa EBITDA, EBITDA maržu, CAPEX maržu, maržu neto dobitka, ROA i ROE. Nasuprot ovim istraživanjima, Maksimovic & Phillips (1998) su na primeru 302 kompanije, koje su aplicirale za stečajnu reorganizaciju u periodu 1978. – 1989. došli do zaključka da apliciranje za stečaj (bankrotstvo ili reorganizaciju) ne utiče na visinu indirektnih troškova stečaja. U svom istraživanju oni ukazuju da je apliciranje kompanije za stečaj, odnosno ulazak u finansijske teškoće, od manjeg uticaja na njenu produktivnost i da je ista primarno određena uslovima grane u kojoj kompanija posluje, Maksimovic i Phillips (1998: 1529). Chen & Merville (1999: 288) su na primeru 1.041 kompanija u periodu 1982. – 1992. utvrdili da je donja granica indirektnih troškova stečaja 8%, gornja granica 76% (ukoliko se uključe i troškovi izgubljenih investicionih mogućnosti), dok je prosečan pad vrednosti kompanija 10,3%. Visina indirektnih troškova stečaja je određena učestalošću finansijskih teškoća i intenzitetom rizika nemogućnosti izmirivanja obaveza. Pindado & Rodrigues (2005: 351) su na primeru 186 nemačkih, 1.704 američkih i 491 britanskih kompanija utvrdili postojanje direktne veze između rizika nastupanja finansijskih teškoća i indirektnih troškova. Ovi autori izvode i zaključak da kompanije sa višim finansijskim leveridžom imaju veće izgubljene šanse i pad produktivnosti od onih gde je finansijski leveridž na nižem nivou. Bisogno & De Luca (2012: 29) su na primeru 2.174 malih i srednjih italijanskih privrednih društava koja su aplicirala za stečaj 2011. godine utvrdili da promena EBITDA i odnos stalne i ukupne imovine bolje odražavaju indirektne troškove stečaja nego što to čine promena prihoda i cena akcija kompanija. Bilal i dr. (2013: 413) su na uzorku 146 kompanija iz Pakistana koje su ostvarile negativan EBIT u periodu 2001. – 2011., ali kod kojih nije nastupio rizik nemogućnosti plaćanja obaveza, utvrdili da postoji statistički značajan uticaj finansijskih teškoća na oportunitetne gubitke pa samim tim i indirektne troškove stečaja. Pored ovih faktora, na visinu indirektnih troškova stečaja utiče i struktura poverilaca. Asimetričnost informacija i postojanje velikog broja heterogenih poverilaca jedan su od bitnih faktora koji opredeljuje visinu indirektnih troškova stečaja, Hotchkiss i dr. (2008: 26).

Na osnovu navedenog se može zaključiti da ukupne troškove stečaja nije moguće precizno utvrditi. Visina ovih troškova opredeljena je finansijskom situacijom stečajnog dužnika, dužinom trajanja stečajnog postupka, veličinom kompanije, strukturom poverilaca, asimetričnošću informacija i granskim stanjem. Troškovi stečaja imaju negativan uticaj na „going concern" vrednost kompanija, ali i vrednost imovine koja bi se dobila prodajom u stečaju. Ovi troškovi su jedan od izvora pregovaračke moći vlasnika kompanija u finansijskim teškoćama, koji zahvaljujući tome u reorganizaciji dobijaju deo vrednosti kompanije koju u slučaju bankrotstva ne bi dobili. Troškovi stečaja su istovremeno i izvor moći ključnog menadžmenta u periodu nakon apliciranja kompanije za stečaj jer poznavanje poslovanja kompanije može da skrati vreme provedeno u stečaju i umanji troškove stečaja.

4.4.3. Kvalitet stečajnog sistema- poređenje najbolje i najlošije prakse

Jedna od najviše korišćenih baza podataka za ocenu uspešnosti kvaliteta stečajnih postupaka širom sveta jeste baza Svetske banke i izveštaj koji ova međunarodna institucija publikuje svake godine *Doing business*.

Prema ovoj publikaciji među prvih pet zemalja sa najboljom stečajnom praksom svrstavaju se: Finska, Japan, Nemačka, Sjedinjene Američke Države i Koreja. Zemlje sa najlošijom stečajnom praksom su: Liberija, Maršalska ostrva, Palau, Malavi i Venecuela, videti Tabelu 10. Rezultati nisu iznenađujući ukoliko se uzme u obzir da su zemlje sa najboljom stečajnom praksom dobro institucionalno i pravno uređene.

Tabela 10. *Najbolja i najlošija stečajna praksa u svetu*

Zemlje sa najboljom stečajnom praksom	Trajanje postupka u godinama	Trošak (% od imovine)	Stopa naplate	Zemlje sa najlošijom stečajnom praksom	Trajanje postupka u godinama	Trošak (% od imovine)	Stopa naplate
Finska	0,90	3,50	90,20	Liberija	3,00	42,50	8,60
Japan	0,60	3,50	92,90	Maršalska ostrva	2,00	38,00	17,10
Nemačka	1,20	8,00	83,40	Palau	2,00	22,50	30,30
SAD	1,50	8,20	80,40	Malavi	2,60	25,00	12,10
Koreja	1,50	3,50	83,10	Venecuela	4,00	38,00	6,70
Prosek	1,14	5,34	86,00	Prosek	2,72	33,20	14,96

Izvor: Doing business in 2015, publikacija Svetske banke

Zemlje bivše Jugoslavije zaostaju za najboljom stečajnom praksom, videti Tabelu 11. Počev od 2009. godine Republika Srbija je imala značajne izmene stečajne regulative, ali je efektivna stopa naplate i dalje na niskom nivou, odnosno ispod 30%, dok je u zemljama sa najboljom stečajnom praksom ova stopa preko 80%. Troškovi stečaja su gotovo četiri puta veći od proseka zemalja sa razvijenom stečajnom praksom. Više razloga opredeljuje ovakve rezultate, detalji će biti izloženi u delu 4.6. ove disertacije.

Tabela 11. *Poređenje efikasnosti stečajnog postupka zemalja biše Jugoslavije*

Zemlja	Broj reformi stečajnog zakonodavstva 2008.-2014.	2004				2015			
		Rang	Trajanje postupka u godinama	Trošak (% od imovine)	Stopa naplate	Rang	Trajanje postupka u godinama	Trošak (% od imovine)	Stopa naplate
Crna Gora	1	/	/	/	/	33	1,40	8,00	48,40
Bosna i Hercegovina	1	/	3,30	8,00	32,70	34	3,30	9,00	35,90
Makedonija	2	/	2,00	10,00	36,10	35	1,80	10,00	44,10
Slovenija	3	/	2,00	8,00	41,60	42	2,00	4,00	50,10
Srbija	5	/	2,70	23,00	20,50	48	2,00	20,00	29,20
Hrvatska	2	/	3,10	14,50	28,80	56	3,10	14,50	30,50
Prosek	/	/	2,62	12,70	31,94	/	2,27	10,92	39,70

Izvor: Doing business in 2004, Doing business in 2015, Business Reform Summaries. Publikacije Svetske banke

4.5. Uporedna zakonska rešenja u delu stečajne reorganizacije

Stečajna regulativa svake zemlje treba da uvažava institucionalni, pravni, politički i ekonomski ambijent konkretne zemlje. U ovom kontekstu teško je govoriti izolovano o stečajnoj regulativi i potrebama za njenim unapređenjem, a pri tome ne uzeti u obzir sledeće faktore: izvore i vladavinu prava, stepen zaštite interesa manjinskih akcionara i ostalih investitora, postojeće mehanizme korporativnog upravljanja, stepen korupcije i druge aspekte koji oblikuju makroekonomski i pravni ambijent konkretne zemlje.

Od poslednje ekonomske krize, intencija većina zemalja je da reformišu stečajnu regulativu u delu reorganizacije po uzoru na rešenja koja se primenjuju u američkom stečajnom pravu, odnosno Poglavlju 11. Modaliteti koji se nude stečajnim dužnicima da reorganizuju

svoje poslovanje se razlikuju. U tekstu koji sledi izložiće se rešenja koja se primenjuju u Sjedinjenim Američkim Državama i Velikoj Britaniji, zemljama sa najstarijom i najbolje uređenom stečajnom reorganizacijom, i Nemačkoj, po čijem uzoru je u velikoj meri pisan Zakon o stečaju Republike Srbije.

4.5.1. Stečajna reorganizacija u Sjedinjenim Američkim Državama

Najveći doprinos u razvoju stečajne regulative koju danas poznajemo imale su Sjedinjene Američke Države donošenjem *Bankruptcy Reform Act* iz 1978. godine i kasnijim većim izmenama ovog akta 1984.,1986., 1994. i 2005. godine. Senator Quentin Burdick 1968. godine je zahtevao da se formira posebna komisija čiji je zadatak bio da ispita nedostatke postojeće stečajne regulative i napravi izveštaj o tome. Komisija predvođena profesorom Frank Kennedy je Senatu 1973. godine podnela izveštaj koji se sastojao iz dva dela. Drugi deo ovog izveštaja sadržao je nacrt novog Zakona o stečaju koji je 1978. godine uz manje izmene usvojen. Najznačajnije izmene zakona odnosile su se na uvođenje instituta reorganizacije stečajnog dužnika koji je regulisan Poglavljem 11 stečajnog zakona (eng. *Chapter 11*). Na ovaj način, reorganizacija postaje ravnopravna institutu bankrotstva, i ima za cilj očuvanje kontinuiteta poslovanja stečajnog dužnika uz istovremenu zaštitu interesa poverilaca.

Poglavlje 11 se primenjuje na fizička lica, ortačka društva i kompanije, ali je prevashodno namenjen ovim poslednjim. Velike kompanije koje se kotiraju na berzi najčešće primenjuju Poglavlje 11 i ređe se opredeljuju za bankrotstvo koje se sprovodi uz primenu Poglavlja 7 (eng. *Chapter 7*), White (2007: 1022). Pored Poglavlja 11, reorganizacija stečajnih dužnika regulisana je i Poglavljem 12, koje se primenjuje na poljoprivredne proizvođače i Poglavljem 13, koje se bavi pojedincima sa redovnim primanjima i neobezbeđenim dugom do $250 hiljada i obezbeđenim dugom do $750 hiljada. Poglavlje 7 započinje podnošenjem prijave od strane stečajnog dužnika. Sud imenuje administratora (eng. *Trustee*) koji organizuje popis, procenu i prodaju imovine i preduzima ostale radnje koje treba da obezbede namirenje poverilaca iz stečajne mase uz poštovanju pravila apsolutnog prioriteta. Iz Poglavlja 7 može se preći na Poglavlje 11, odnosno Poglavlje 12 i 13, i obrnuto važi. Više o formalnom postupku reorganizacije u skladu sa Poglavljem 11 biće u delu teksta koji sledi.

4.5.1.1. Stečajna reorganizacija u skladu sa Poglavljem 11

Dužnici koji se suočavaju sa tekućim ili očekivanim problemima u poslovanju mogu zatražiti zaštitu uz primenu Poglavlja 11. Poglavlje 11 započinje podnošenjem prijave od strane stečajnog dužnika. Stečajni dužnik je u obavezi da sudu dostavi plan reorganizacije u roku od 120 dana od dana podnošenja prijave za pokretanje stečaja, uz mogućnost suda da ovaj rok produži na zahtev stečajnog dužnika do 18 meseci. Stečajni dužnik je u obavezi da obezbedi prihvat plana reorganizacije od strane kvalifikovane većine poverilaca u roku od 180 dana od momenta podnošenja prijave za stečaj, uz mogućnost suda da ovaj rok produži do 20 meseci. Po isteku ovog perioda ostali učesnici u stečaju stiču pravo da sami podnesu novi plan reorganizacije. Plan reorganizacije se podnosi u pismenoj formi i zakonom je propisana njegova minimalna sadržina. U zavisnosti od cilja koji se želi postići, plan može biti: likvidacioni, prenosni i sanacioni. Cilj likvidacionog plana je likvidacija stečajnog dužnika u vremenskom okviru i dinamici koja je precizirana planom, a što može biti u toku perioda reorganizacije ili na kraju. Sve dok se ne završi likvidacija stečajnog dužnika on nastavlja da posluje u skladu sa uslovima koji su definisani planom reorganizacije. Cilj likvidacionog plana je uvećanje vrednosti koja bi se postigla u vremenski definisanom roku u odnosu na vrednost koja bi se ostvarila momentalnom likvidacijom stečajnog dužnika. Prenosni plan podrazumeva da se funkcionalni deo stečajnog dužnika osposobi i prenese na treće lice koje će ostvarivati prihode za vraćanje dugova stečajnog dužnika. Postoji mogućnost da se ovaj funkcionalni deo proda trećem licu i poverioci namire potraživanja iz iznosa koji se dobije njegovom prodajom. Cilj sanacionog plana je sanacija poslovanja stečajnog dužnika i njegov nastavak poslovanja.

Poglavlje 11 daje veliku slobodu stečajnom dužniku u pogledu formiranja klasa poverilaca i uslova izmirivanja obaveza prema svakoj od njih, Lauria i Jiménez (2003: 17). Zbog složenosti pregovora sa velikim brojem poverilaca, stečajni sud (eng. *US Trustee*) imenuje odbor koga čini sedam najvećih poverilaca. Pored ovog komiteta u najvećem broju slučajeva formira se odbor koji štiti interese stečajnih poverilaca, a u nekim slučajevima i interese vlasnika kapitala. Vlasnici kapitala glasaju za plan, ali prethodno sudu moraju da dostave dokaz o postojanju potraživanja, ili dokaz o postojanju interesa u kompaniji koja je aplicirala za stečaj. Najbitnije karakteristike Poglavlja 11 su:

- Obustavljanje plaćanja kamata i glavnice na dugovanja koja su nastala do momenta apliciranja za stečaj (mirovanje obaveza u toku stečajnog postupka);
- Zabrana poveriocima da sprovode izvršenje na imovini stečajnog dužnika i preduzimaju bilo koje druge radnje protiv dužnika i njegove imovine (eng. *automatic stay*);
- Mogućnost dužnika da se zadužuje za normalno funkcionisanje poslovanja nakon apliciranja za stečaj;
- Prioritet namirenja potraživanja poverilaca koja su nastala u vezi sa finansiranjem stečajnog dužnika nakon njegovog apliciranja za stečaj;
- Lična uprava koja pretpostavlja da menadžment nastavlja da vodi poslovanje stečajnog dužnika uz obaveznu prethodnu saglasnost suda za odluke koje su izvan redovnog poslovanja.

Plan reorganizacije se smatra izglasanim ukoliko za njega glasa dve trećine poverilaca po vrednosti potraživanja i više od polovine po broju poverilaca iz date klase. Sud ima mogućnost nametanja plana reorganizacije klasama koje su glasale protiv plana. Ukoliko stečajni dužnik dokaže da predložene odredbe plana ne diskriminišu datog poverioca ili klasu, moguće je nametanje plana nesaglasnim poveriocima unutar iste klase kao i celoj klasi nesaglasnih poverilaca, ali uz obaveznu saglasnost stečajnog sudije (eng. *cram down rule*). Opšte je pravilo da sud primenjuje test najboljeg interesa poverilaca (eng. *the best interest of creditors test*), a koji pretpostavlja da poverioci u reorganizaciji moraju dobiti iznos koji nije manji od iznosa koji bi se ostvario u slučaju bankrotstva, White (2007: 1022). Nakon što je završeno glasanje i plan izglasan kvalifikovanom većinom poverilaca, sud je u obavezi isti da potvrdi. Pre nego što se izvrši potvrđivanje plana, sud mora da proveri da li postoji verovatnoća bankrotstva ili ponovnog apliciranja kompanije za stečaj nakon usvajanja plana, Lo Pucki i Whitford (1993a: 608-609). Pošto sud potvrdi usvajanje plana reorganizacije, dužnik nastavlja da posluje i samostalno upravlja imovinom shodno odredbama koje predviđa plan reorganizacije. Može se desiti da stečajni sudija samostalno, ili na inicijativu poverilaca, imenuje lice koje će pratiti sprovođenje plana. Ukoliko je planom predviđena prodaja dela imovine, koja služi kao

obezbeđenje potraživanja nekog od poverilaca, ova prodaja se mora sprovesti u roku od pet godina od potvrđivanja plana.[56]

Osnovne prednosti Poglavlja 11 se ogledaju u sledećem: fleksibilnosti, širokom spektru mera reorganizacije, balansu između prava stečajnog dužnika i poverilaca, proceduralno lakom prelasku u Poglavlje 7, i pravnoj izvesnosti koju nudi učesnicima u stečaju. Zahvaljujući ovim prednostima veliki broj kompanija u finansijskim teškoćama sa sedištem u Sjedinjenim Američkim Državama je početkom 2000-te godine tražio zaštitu uz primenu Poglavlja 11, iako su ove kompanije poslovanje obavljale u drugim državama, odnosno imale centar stvarnog interesa izvan granica Sjedinjenih Američkih Država, Lauria & Jiménez (2003: 15). Najveći broj kompanija je apliciralo za Poglavlje 11 u periodu 2008. – 2009. godine, da bi od 2010. godine ovaj trend bio opadajući. U poređenju sa 2013. godinom, ukupan broj apliciranja za Poglavlje 11 u 2014. godini je opao za oko 16% (procena rađena na osnovu projektovanih podataka za 2014. godinu), a u poređenju sa 2009. za oko 53%, Goffman i dr. (2015: 1). Prema podacima UCLA-LoPucki Bankruptcy Research Database u 2012. godini broj velikih javnih kompanija koje su aplicirale za Poglavlje 11 bio je 21, što je u poređenju sa 2009. godinom pad za 23,1%. Pad apliciranja za Poglavlje 11 objašnjava se slabljenjem uticaja finansijske krize i sve većoj primeni hibridnih oblika reorganizacije koji će biti detaljnije objašnjeni u narednom delu teze.

Pored prednosti koje Poglavlje 11 nudi, postoje i kritike u kojima se navodi da se radi o sporom i skupom postupku, ali i mehanizmu koji poveriocima sa ključnom ulogom u postupku reorganizacije omogućava da uvećaju svoj prinos, Baird i Rasmussen (2003: 1).[57]

53

[56] Više o merama i toku reorganizacije uz primenu Poglavlja 11 videti na: http://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics. [Pristupljeno 06.06.2015.].

[57] Istraživanjem 94 kompanije koje su 2002. godine usvojile plan reorganizacije u Poglavlju 11, Baird & Rasmussen (2003) su utvrdili da je čak 80% reorganizovanih kompanija bilo prodato ili je ponovo apliciralo za stečaj pre nego što je izvršen usvojeni plan reorganizacije.

4.5.1.2. Hibridni postupci reorganizacije

Američko stečajno zakonodavstvo nudi pored Poglavlja 11 i Poglavlja 12 i takozvane hibridne oblike reorganizacije. Hibridni oblici kombinuju rešenja formalne reorganizacije u stečaju (Poglavlje 11) i vansudskih postupaka reprograma dugova. Primena unapred pripremljenih planova reorganizacije regulisana je Stečajnim zakonom i Federalnim pravilima stečajnog postupka (eng. *Federal Rules of Bankruptcy Procedure*). Hibridni postupak reorganizacije predstavlja model za restrukturiranje poslovanja i dugova kompanija u finansijskim teškoćama, ali je uključivanje suda u odnosu na klasičnu sudsku reorganizaciju manje. Isto tako, mere koje primenjuje klasična stečajna reorganizacija ne moraju biti predviđene hibridnim oblicima reorganizacije.

Postoje dva vida hibridnih oblika reorganizacije: unapred izglasani (eng. *prepackaged*) i unapred pregovarani (eng. *prenegotiated*) planovi reorganizacije. Ukoliko stečajni dužnik prilikom podnošenja plana uspe da prikupi saglasnosti kvalifikovane većine poverilaca, onda se radi o unapred izglasanom planu reorganizacije. Kada poverilac obezbedi samo podršku većine poverilaca, tada govorimo o unapred pregovaranim planovima, Radulović (2013: 64). Proceduralno su unapred pregovarani planovi uređeni na isti način kao i formalna stečajna reorganizacija koja se sprovodi u skladu sa Poglavljem 11. U slučaju unapred izglasanih planova reorganizacije dužnik pre nego što podnese plan reorganizacije sudu obavlja pregovore sa poveriocima za koje je predviđeno delimično namirenje potraživanja. Dobavljači nisu obuhvaćeni ovim pregovorima jer je za njih predviđeno namirenje u celosti. Nakon što stečajni dužnik usaglasi uslove reprograma sa poveriocima koji glasaju za plan, pristupa se potpisivanju sporazuma o podršci plana koji se sa planom reorganizacije dostavlja sudu. Ročište za glasanje o planu se zakazuje u roku od 30-40 dana pošto stečajni dužnik podnese sudu predlog za pokretanje stečaja u skladu sa unapred izglasanim planom reorganizacije, Radulović (2013: 65).

Prednosti hibridnih modela reorganizacije se ogledaju u sledećem: bržem reprogramu dugova u odnosu na Poglavlje 11, nižim troškovima reprograma, poreskim uštedama i smanjivanju rizika zadržavanja/blokiranja pregovora i usvajanja plana reorganizacije od strane nekolicine poverilaca, McConnell & Servaes (1991: 94). Vreme provedeno u stečaju se u proseku kreće od 30 do 90 dana. Crystal Oli je prva velika kompanija koja je podnela ovaj tip

plana reorganizacije. Rekorder u brzini rešavanja stečajnog postupka je kompanija Blue Bird Corporation, proizvođač školskih autobusa, koja je izvan suda reprogramirala dug od $ 200 miliona i čiji je unapred pripremljeni plan reorganizacije potvrđen u roku od 33 sata od trenutka podnošenja predloga za pokretanje stečaja, Newton (2009: 87). Među najvećim kompanijama koje su koristile ovaj mehanizam reprograma dugova su General Motors i Chrysler. Prednosti se ogledaju i u nižim troškovima koji se u slučaju hibridne reorganizacije kreću u proseku oko 1,85% vrednosti imovine stečajnog dužnika pre apliciranja za stečaj. McConnell i dr. (2000: 2-4). Pored navedenog, hibridni model reorganizacije nudi i poreske uštede, a koje se ogledaju u mogućnosti prenošenja poslovnih gubitaka ranijih godina, kao i u mogućnosti neoporezivanja prihoda koji nastaju prilikom oprosta dela duga ili konverzijom jednog oblika duga u drugi. Pomenute poreske olakšice se ne predviđaju za slučaj da se reprogram dugova vrši u neformalnim dogovorima sa poveriocima. Najbitnija karakteristika hibridnog modela je mogućnost nametanja plana reorganizacije nesaglasnim poveriocima u okviru jedne klase, kao i u mogućnosti njegovog nametanja čitavoj klasi nesaglasnih poverilaca. Mogućnost nametanja plana reorganizacije nesaglasnim poveriocima je od velikog značaja za kompanije koje imaju heterogenu strukturu duga i veliki broj poverilaca. U Americi je ovaj problem posebno izražen u slučaju kompanija koje imaju značajno učešće obaveza po obveznicama ili drugim dužničkim hartijama od vrednosti. Naime, američki *Trust Indenture Act* iz 1939. godine propisuje da reprogram (izmena glavnice, kamatnih stopa ili rokova) dospelog javnog duga zahteva saglasnost svih, ili suštinski svih poverilaca. Ova odredba zakona sračunata je na zaštitu investitora i sprečavanje zloupotreba stečajne regulative od strane vlasnika, a koji bi kroz kupovinu dela javnog duga mogli da izglasaju ostale stečajne poverioce i onemoguće ih da naplate glavnicu i kamatu. Iako je ova odredba *Trust Indenture Act* sračunata na zaštitu interesa investitora, ista otežava reprogram javnog duga u privatnim pregovorima mimo suda. U uslovima postojeće zakonske regulative, reprogram javnog duga je moguć samo kroz: isplatu u novcu, nuđenje drugih obveznica ili vlasničkih hartija od vrednosti u zamenu za postojeći javni dug tj. ponuda za razmenu (eng. *exchange offer*), ili jednoglasnost svih poverilaca da se izvrši reprogram javnog duga. Gertner & Scharfstein (1991: 1215-1216) razvijaju teorijske modele u kojima pokazuju da su samo dva modela reprograma javnog duga profitabilna: isplata u novcu, koja je moguća ukoliko kompanija ima slobodnih novčanih sredstava, ili su banke spremne da odobre kredit za refinansiranje javnog duga, i ponuda nove emisije javnog duga koji ima

prioritet u odnosu na postojeći dug. Nuđenje javnog duga koji ima isti ili niži prioritet u odnosu na postojeći javni dug nije profitabilna opcija jer će uvek postojati poverioci koji će blokirati pregovore i odlagati usvajanje plana reorganizacije.

McConnell i dr. (2000: 2-4) su utvrdili da je od 90-ih godina prošlog veka u Americi prisutan rastući trend kompanija koje restrukturiraju dugovanja podnošenjem hibridnih planova reorganizacije. Od ukupnog broja kompanija koje su aplicirale za Poglavlje 11, njih 54% je 1993. godine podnelo neki od hibridnih oblika planova reorganizacije, 38% u 1994. godini, 25% u 1995. godini, 57% u 1996. godini i 43% u 1997. godini. Ovi autori su utvrdili da je stopa naplate potraživanja kod hibridnih planova reorganizacije u proseku 72,9%, dok je u slučaju klasične reorganizacije 50,9%. Rastući trend primene hibridnih oblika reorganizacije u Americi se nastavio i nakon 2000-te godine. Od ukupno 164 velikih kompanija koje su podnele planove reorganizacije u stečaju, njih 30 je podnelo unapred pripremljeni plan reorganizacije.[58] Rastući trend primene hibridnih postupaka reorganizacije u Americi proširio se i na druge zemlje sveta i uticao na regulatore da izmene postojeća stečajna zakonodavstva. Među prvim zemljama koje su to učinile bile su: Belgija, Finska, Nemačka, Italija, Francuska i Velika Britanija. Imajući u vidu da i međunarodne institucije zagovaraju sve veću primenu reorganizacije kao vida rehabilitacije poslovanja kompanija koje se suočavaju sa finansijskim teškoćama, može se očekivati da će u bliskoj budućnosti Poglavlje 11 i hibridni oblici reorganizacije biti sastavni deo stečajnih zakonodavstava mnogih zemalja.

Pored rešenja koja primenjuju Sjedinjene Američke Države, od značaja je pomenuti i rešenja koja primenjuje Velika Britanija, a koja karakterišu velika prava razlučnih poverilaca u toku stečajnog postupka. Ova prava mogu značajno da opredele tok stečajnog postupka i vrednost stečajnog dužnika, više o ovome biće u tekstu koji sledi.

[58] Podatak preuzet iz biltena američke advokatske kancelarije Cooley, G. & Kronish L.L.P. (2010). Current Developments in Bankruptcies and Workouts to Keep You Ahead of the Curve. Absolute Priority. *Bilten američke advokatske kancelarije Cooley, Godward, Kronish LLP,* str. 8.

4.5.2. Stečajna reorganizacija u Velikoj Britaniji

Počeci stečajnog zakonodavtsva u Velikoj Britaniji vezuju se za 1883. godinu i Joseph Chamberlain. Na početku stečajna regulativa je imala za cilj da jača pošteno poslovanje subjekata i obezbedi pošteno upravljanje stečajnom masom kroz njenu brzu i pravičnu raspodelu poveriocima, Levi i Moore (1937: 2). Danas je cilj stečajnih postupaka u Velikoj Britaniji zaštita interesa poverilaca, i to pre svega razlučnih. Postoje razlučni poverioci čija je vrednost obezbeđenja fiksna, i oni čija je vrednost obezbeđenja promenjiva. Poverioci koji imaju hipoteku na nepokretnoj imovini su poverioci sa fiksnim obezbeđenjem, dok su poverioci sa uspostavljenom zalogom na ostaloj imovini stečajnog dužnika poverioci sa promenjivim obezbeđenjem. Obe grupe obezbeđenih poverilaca imaju pravo da realizuju svoja sredstva obezbeđenja nakon što stečajni dužnik aplicira za stečaj, dok poverioci sa obezbeđenjem na ostaloj imovini stečajnog dužnika imaju pravo i da preuzmu kontrolu nad njegovim poslovanjem. Zbog prava koja imaju, razlučni poverioci opredeljuju ishod stečajnog postupka, dok je učešće stečajnih poverilaca minimizirano.

Stečajni postupak je regulisan kroz nekoliko sudskih formalnih postupaka među kojima je dominantan postupak „*Receivership*". Kod ovog postupka razlučni poverioci imenuju lice (eng. *receiver*) koje organizuje prodaju imovine. Od iznosa koji se ostvari prodajom imovine namiruju se prvo troškovi angažovanja ovog lica, a preostali iznos se raspodeljuje razlučnim poveriocima do visine obezbeđenog potraživanja. Ukoliko postoji višak sredstava isti se raspodeljuje ostalim poveriocima uz poštovanje prioriteta namirenja. Razlučni poverioci sa fiksnim obezbeđenjem imaju pravo da u toku stečajnog postupka sprovode izvršenje na imovini na kojoj imaju uspostavljenu hipoteku. Stečajnim dužnicima se u redovnom postupku stečaja nude još dve formalne procedure unutar kojih je poveriocima onemogućeno da sprovode izvršenje na imovini stečajnog dužnika (eng. *Administration,* i *Company voluntary arrangements*). Razlučni poverioci imaju pravo veta na ove procedure. Sud ima pravo da imenuje lice koje će zastupati interese različnih poverilaca.

Zbog velikog značaja koji imaju razlučni poverioci za ishod stečaja, kao i činjenice da se njihovi interesi najčešće ne poklapaju sa interesima ostalih stejkholdera, primena gore navedenih postupaka reorganizacije nije bila efikasna i često je dolazilo do preuranjene

likvidacije engleskih kompanija i korišćenja reorganizacije kao mehanizma za promenu vlasništva tj. preuzimanje kontrole nad kompanijama u finansijskim teškoćama.[59] Jedan od načina da se ovo izbegne je kroz primenu hibridnog postupka plana uređenja (eng. *scheme of arragement*), koji je uređen Kompanijskim zakonom. Ovaj postupak omogućava solventnim i insolventnim stečajnim dužnicima da zaključe sporazum sa poveriocima ili klasama poverioca. Pošto je za njega glasalo 75% poverilaca prema vrednosti potraživanja, sporazum dobija karakter izvršne isprave i nameće se poveriocima koji nisu za njega glasali. Za razliku od Poglavlja 11, ovaj sporazum se ne može nametnuti nesaglasnoj klasi poverilaca. Glasanju za plan se pristupa nakon što sudija proveri da li su klase formirane na zakonit način, i da li se mere predviđene planom reorganizacije mogu sprovesti. U slučaju sindikalnih kredita, saglasnost na sporazum moraju dati sve banke koje čine sindikat.

4.5.3. Stečajna reorganizacija u Nemačkoj

Nemačka je 1999. godine reformisala stečajnu regulativu i uvela proceduru „*Insolvenzordnung*" koja ima za cilj restrukturiranje imovine i poslovanja stečajnog dužnika. Dužnicima se daje rok od tri meseca da podnesu plan reorganizacije i u tom periodu poveriocima je zabranjeno izvršenje na imovini stečajnog dužnika. Superviziju celog postupka reorganizacije vrši administrator imenovan od strane suda. Plan reorganizacije mora biti odobren od strane poverilaca. Glasanje se vrši prostom većinom glasova. Sud može nametnuti plan klasi koja nije glasala za njega ukoliko oceni da je plan pravičan i obezbeđuje veću naplatu potraživanja nego u slučaju bankrotstva. U toku stečajnog postupka stečajni dužnik se može dodatno zaduživati da bi obezbedio normalno funkcionisanje poslovanja. Ovi krediti imaju prioritet naplate u odnosu na postojeće dugove. Za dodatno zaduživanje potrebna je prethodna saglasnost suda. Podnošenje plana reorganizacije ne isključuje mogućnost podaje stečajnog dužnika kao pravnog lica u toku postupka stečaja.

Osnovni nedostaci *Insolvenzordnung* procedure su: nedovoljna fleksibilnost, visoki troškovi i sporost. Ovo je za posledicu imalo nisku stopu naplate potraživanja poverilaca i veliki

[59] Na primeru 949 engleskih kompanije, koje su aplicirale za stečaj u periodu 1996. – 2003., dužina trajanja stečajnog postupka bila je 1,45 godine, dok je nediskontovana stopa naplate potraživanja poverilaca bila 97%. Po usvojenom planu reorganizacije 52,9% kompanija se prodalo i to prodajom pojedinačne imovine, Davydenko & Franks (2005: 13,14,33).

broj kompanija je prodat nakon usvajanja plana reorganizacije.[60] Iz ovih razloga Nemačka je 2012. godine sprovela reforme stečajnog zakonodavstva kojima je uveden unapred pripremljeni plan reorganizacije (nem. *Schutzschirmverfahren*) kao zaštitni postupak. Postupak se primenjuje na kompanije koje nemaju probleme sa likvidnošću. Iste mogu sudu da podnesu predlog za pokretanje stečajnog postupka sa ličnom upravom. Tim kompanijama sud dozvoljava da u roku od tri meseca pripreme i podnesu plan reorganizacije. Stečajni dužnik je u obavezi da sudu dostavi mišljenje stručnog lica da je plan izvodljiv. U toku ovih tri meseca zabranjeno je izvršenje na imovini stečajnog dužnika i predviđen je moratorijum tj. mirovanje plaćanja svih obaveza. U toku pripreme plana reorganizacije poslovanje stečajnog dužnika vodi lična uprava, a njen nadzor vrši poverenik koga je odredio sud, ili je njegovo imenovanje na zahtev poverilaca. Poverenik nadzire stečajni proces, ali može imati i ovlašćenja kojima se ograničavaju nadležnosti lične uprave u pojedinim radnjama. Interese poverilaca štiti privremeni odbor poverilaca koji može zahtevati ukidanje odredbe kojom se zabranjuje izvršenje na imovini stečajnog dužnika. Stečajni dužnik može da povuče predlog za pokretanje stečajnog postupka i dalji postupak reprograma nastavi vansudskim putem.

4.6. Stečajna reorganizacija u Republici Srbiji

Institut reorganizacije prvi put je uveden u srpsko zakonodavstvo Zakonom o stečajnom postupku. Pretpostavka reorganizacije je da ekonomsko-finansijsko stanje stečajnog dužnika opravdava njeno predlaganje, odnosno moraju postojati realni osnovi da iz poslovanja ili drugih izvora stečajni dužnik može izmirivati obaveze preuzete planom. Ukoliko ovaj uslov nije ispunjen, stečajni postupak bi trebalo okončati bankrotstvom. Poverioci odlučuju da li će se postupak stečaja okončati reorganizacijom ili bankrotstvom, ali stečajni dužnik mora da pokazuje interesovanje za reorganizaciju. Imajući u vidu napred navedeno, reorganizacija je mogućnost koja stoji na raspolaganju stečajnom dužniku, poveriocima i vlasnicima, ali ne i obaveza da se ista predloži i sprovede. Planom reorganizacije se ne mora predvideti samo nastavak poslovanja stečajnog dužnika. Plan reorganizacije može da uključi i gašenje pojedinih

[60] Na primeru 321 nemačke kompanije koje su aplicirale za stečaj u periodu 1996. – 2003. stečajni postupak je trajao u proseku 3,82 godine, dok je nediskontovana stopa naplate potraživanja poverilaca bila 67%. Po usvojenom planu reorganizacije čak 57% kompanija se prodalo i to prodajom pojedinačne imovine, Davydenko i Franks (2005:13,14,33).

organizacionih delova ili celog stečajnog dužnika, kao i prenos dela ili cele imovine stečajnog dužnika na novog privrednog subjekta. U praksi najveći broj podnetih planova je sanacione prirode. Veće podnošenje prenosnih planova pretpostavlja razvoj tržišta kapitala koje bi omogućilo aktivno trgovanje akcijama i udelima ovih kompanija na primarnom i sekundarnom tržištu, dok je za veću primenu likvidacionih planova potrebna i veća likvidnost tržišta nepokretnosti (i opreme).

U tekstu koji sledi izložiće se sledeće: 1) izvori stečajnog prava u Republici Srbiji; 2) tok postupka reorganizacije shodno odredbama važećeg Zakona o stečaju; 3) sadržina plana reorganizacije i mere za njegovo sprovođenje; 4) izmene plana, nadzor nad njegovim sprovođenjem i nepostupanje po usvojenom planu reorganizacije; 5) problemi u primeni Zakona o stečaju, a koji su od značaja za reorganizaciju stečajnog dužnika, i 6) preporuke za unapređenje postojeće stečajne regulative i prakse.

4.6.1. Geneza stečajne regulative u Republici Srbiji

Prvi unificirani stečajni zakon donet je u Kraljevini Jugoslaviji 1929. godine. Pre donošenja ovog zakona na snazi bio je Zakonik o stecišnom postupku iz 1861. godine. Zakon o stecišnom postupku bio je namenjen pre svega fizičkim licima, ali je regulisao i stečaj trgovaca, fabrikanata i trgovačkih radnji. Ovaj zakon je predviđao krivičnu odgovornost za nesavestnog dužnika i naknadnu odgovornost koja se ogledala u pravima poverilaca da naplate nenamirena potraživanja iz naknadno stečene imovine stečajnog dužnika, Velimirović (2012: 44). Donošenjem Stečajnog zakona 1929. godine prestali su da važe parcijalni zakoni koji su se primenjivali na pojedinim teritorijama Kraljevine Jugoslavije. Ovaj zakon je po svojoj prirodi bio civilni stečajni zakon koji se po sadržini nije bitnije razlikovao od stečajnih zakona razvijenih zemalja sveta u tom periodu. Nakon Drugog svetskog rata prestaje da važi Stečajni zakon iz 1929. godine i dalji razvoj stečajne regulative bio je pod uticajem važećih društveno-ekonomskih odnosa. Ovo je za posledicu imalo česte promene zakona (1953. godine stečaj je uveden Uredbom o prestanku preduzeća i radnji, 1965. godine donet je Zakon o prinudnom poravnanju i stečaju, 1980. godine usvojen je Zakon o sanaciji i prestanku organizacija udruženog rada, 1986. godine donet je novi Zakon o sanaciji i prestanku organizacija udruženog

rada, 1989. godine usvojen je Zakon o prinudnom poravnanju, stečaju i likvidaciji), Vasiljević (2009: 582).

Zakon o prinudnom poravnanju, stečaju i likvidaciji u sebi nije sadržao institut reorganizacije, ali je davao mogućnost privrednim subjektima da reprogramiraju dugove kroz institute prinudnog poravnanja i preuzimanja duga. Prinudno poravnanje se sprovodilo zaključivanjem sporazuma između dužnika i poverilaca pred stečajnim većem. Ono je uključivalo oprost dela duga i otplatu ostatka na rate shodno dogovorenoj dinamici otplate. Postupak prinudnog poravnanja formalno se realizovao pred trgovinskim sudom. Dužnik koji je ispunjavao uslove za pokretanje stečaja inicirao je postupak prinudnog poravnanja. Postupak poravnanja je mogao biti pokrenut pre i u toku trajanja stečajnog postupka, ali pre njegovog pokretanja morao je biti okončan stečajni postupak. Veće poravnanja donosilo je odluku o tome da li će potraživanja poverilaca namiriti kroz institut prinudnog poravnanja. Ukoliko veće oceni da je dužnik nesposoban da bez prinudnog poravnanja isplati potraživanja prema poveriocima, isto je donosilo rešenje o otvaranju postupka i zakazivalo ročište za prinudno poravnanje. Momentom otvaranja postupka dužnik je postajao ograničeno poslovno sposoban tj. mogao je da vrši samo tekuće poslove iz svoje delatnosti. Na ročištu su predstavnici dužnika obrazlagali predlog prinudnog poravnanja, dok su se predstavnici platnog prometa i upravnik prinudnog poravnanja izjašnjavali o iznetom predlogu. Na ročištu poverioci su glasanjem prihvatali ili odbacivali predloženo prinudno poravnanje, a predlog je bio prihvaćen ukoliko su za njega glasali poverioci sa više od polovine ukupnog iznosa potraživanja onih poverilaca koji imaju pravo glasa, i ako ga nakon toga rešenjem odobri veće poravnanja. U slučaju da predlog za prinudno poravnanje bude odbačen i dužnik ne dostavi novi predlog, veće poravnanja otvara stečajni postupak koji se okončava bankrotstvom. Rešenje o odobrenju prinudnog poravnanja je imalo snagu izvršne isprave i bilo je obavezujuće za sve poverioce uključujući i one koji nisu glasali za poravnanje. Dužnik nije bio u obavezi, ali je mogao da isplati veći procenat potraživanja od onog koji je prihvaćen poravnanjem. U slučaju da dužnik plati više od onoga što se obavezao, višak koji je platio mu nije mogao biti vraćen. Prinudno poravnanje se moglo staviti van snage u sledećim slučajevima:

- Raskidom sporazuma o prinudnom poravnanju i

- Tužbom od strane poverilaca i poništavanjem prinudnog poravnanja ako se do njega došlo na prevaran način.

Osnovni nedostaci prinudnog poravnanja bili su nefleksibilnost i činjenica da se poravnanjem nije vršila sanacija poslovanja dužnika nego samo redefinisanje dužničko-poverilačkih odnosa. Pored navedenog, ovaj institut nije uključivao obavezu procene da li je ekonomsko-finansijsko zdravlje stečajnog dužnika održivo. Poravnanje je uvedeno kao obaveza kojoj se moralo pristupiti pre donošenja odluke o otpočinjanju bankrotstva. Drugi institut za reprogram dugova bio je postupak preuzimanje duga. Zakon je predviđao mogućnost davanja izjave o preuzimanju duga u prethodnom stečajnom postupku. Ukoliko je određeno ročište radi izjašnjavanja o pokretanju stečajnog postupka, izjava se mogla dati pre donošenja rešenja o pokretanju stečajnog postupka. Stečajno veće je vršilo ocenu date izjave i ukoliko odobri preuzimanje, davalac izjave i njegovi jemci, solidarno sa stečajnim dužnikom su odgovarali za izmirenje njegovih obaveza koje su nastale do datuma davanja izjave. Po pravnosnažnosti rešenja o preuzimanju duga stečajno veće bi obustavljalo stečajni postupak.[61]

Moderno stečajno zakonodavstvo u Republici Srbiji počinje 2004. godine donošenjem Zakona o stečajnom postupku. Ovim zakonom prvi put se uvodi reorganizacija kao mehanizam ravnopravan bankrotstvu. Usvojena zakonska rešenja imaju dosta sličnosti sa rešenjima koje nudi Poglavlje 11. U decembru 2009. godine stupio je na snagu Zakon o stečaju čijim usvajanjem su prestale da važe odredbe Zakona o stečajnom postupku. Istovremeno sa donošenjem ovog zakona pristupilo se donošenju podzakonskih akata čiji je cilj detaljnije uređenje stečajnog postupka. Najvažniji podzakonski akti kojima se reguliše oblast stečaja su:

- Pravilnik o programu i načinu polaganja stručnog ispita za obavljanje poslova stečajnog upravnika, „Sl. glasnik RS", br. 47/2010;
- Pravilnik o načinu izdavanja i obnavljanja licence za obavljanje poslova stečajnog upravnika, „Sl. glasnik RS", br. 22/2010;
- Pravilnik o uslovima i načinu izbora stečajnih upravnika metodom slučajnog izbora, „Sl. glasnik RS", br. 3/2010;

[61] Detaljnije o prinudnom poravnanju i preuzimanju duga videti u: Malbašić,V. (2005). Reorganizacija kao mera za sprečavanje stečaja. Radni dokument. Srpski ekonomski forum.

- Pravilnik o utvrđivanju nacionalnih standarda za upravljanje stečajnom masom, „Sl. glasnik RS", br. 13/2010;
- Pravilnik o načinu sprovođenja reorganizacije unapred pripremljenim planom reorganizacije i sadržini tog plana, „Sl. glasnik RS", br. 37/2010;
- Pravilnik o načinu obavljanja stručnog nadzora nad radom licenciranih stečajnih upravnika, „Sl. glasnik RS", br. 35/2010;
- Pravilnik o službenoj legitimaciji supervizora." Sl. glasnik RS" br. 11/2010;
- Pravilnik o osnovama i merilima za određivanje nagrade troškova stečajnih upravnika, „Sl. glasnik RS", br. 1/2011 i 10/2012;
- Kodeks etike za stečajne upravnike, „Sl. glasnik RS", br. 11/2010.

U avgustu 2014. godine stupio je Zakon o izmenama i dopunama Zakona o stečaju koji je preuzeo rešenja iz Zakona o stečaju iz 2009. godine uz određene izmene i dopune čiji je cilj bio povećanje efikasnosti stečajnog postupka. Najvažnije izmene se odnose na sledeće:

- Uvedena je legitimacija za stečajne upravnike, proširen je krug lica koja ne mogu biti imenovana za stečajnog upravnika, onemogućen je direktan izbor stečajnog upravnika od strane sudije, predviđeno je da povrede dužnosti stečajnog upravnika mogu biti lakše i teže;
- Uvedena je obaveza objavljivanja tromesečnih izveštaja o toku stečajnog postupka na internet stranici Agencije za licenciranje stečajnih upravnika, i preciziran je rok u kome stečajni upravnik dostavlja ovaj izveštaj Agenciji za licenciranje stečajnih upravnika;
- Produžen je rok sa 30 na 60 dana od dana održavanja prvog poverilačkog ročišta za podnošenje predloga odbora poverilaca za razrešenje stečajnog upravnika i imenovanje novog stečajnog upravnika;
- Propisano je da povezana lica ne mogu biti članovi odbora poverilaca i uveden je i novi četvrti isplatni red u koji spadaju potraživanja lica povezanih sa stečajnim dužnikom;
- Uvedeno je posebno regulisanje položaja razlučnih i založnih poverilaca, i propisano je da založni poverioci ne mogu da biraju i da budu birani u skupštinu i odbor poverilaca;

- Bolje preciziranje dana početka primene plana reorganizacije, odnosno dan početka primene plana reorganizacije ne može biti pre dana pravnosnažnosti rešenja o potvrđivanju plana niti po isteku roka od 15 dana od dana pravnosnažnosti tog rešenja;
- Ukinuta je obaveza dobijanja saglasnosti/mišljenja Komisije za zaštitu konkurencije prilikom podnošenja plana reorganizacije, osim u slučaju srednjih i velikih pravnih lica;
- Detaljnije regulisanje stečaja sa elementima inostranosti.

U tekstu koji sledi opisaće se tok postupka reorganizacije shodno odredbama važećeg Zakona o stečaju.

4.6.2. Osnovne karakteristike stečajne reorganizacije u Republici Srbiji

Reorganizacija u Republici Srbiji se sprovodi u skladu sa planom reorganizacije koji se može podneti sa predlogom za pokretanje stečaja, kada on nosi naziv unapred pripremljeni plan reorganizacije (u daljem tekstu „UPPR"), ili nakon otvaranja stečaja kada nosi naziv plan reorganizacije (u daljem tekstu „plan reorganizacije u stečaju").[62] Institut UPPR-a regulisan je Zakonom o stečaju i Pravilnikom o načinu sprovođenja reorganizacije unapred pripremljenim planom reorganizacije i sadržini tog plana, dok je podnošenje plana reorganizacije u stečaju regulisano isključivo odredbama Zakona o stečaju i Nacionalnog standarda broj 6.

Reorganizacija se može sprovesti samo nad dužnikom kod koga postoji sledeće: 1) trajnija nesposobnost plaćanja (privredni subjekat ne može da odgovori svojim novčanim obavezama u roku od 45 dana od dana dospelosti obaveze ili potpuno obustavi sva plaćanja u neprekidnom trajanju od 30 dana); 2) preteća nesposobnost plaćanja (ukoliko privredni subjekat učini verovatnim da neće moći da izmiruje svoje obaveze o roku), i/ili 3) prezaduženost (imovina stečajnog dužnika manja od obaveza). Ovo su istovremeno i materijalno-pravni uslovi za pokretanje stečaja. Predviđanjem mogućnosti da kompanije koji se suočavaju sa problemom preteće nesposobnosti plaćanja apliciraju za stečaj, zakonodavac je omogućio menadžmentu i

[62] U daljem tekstu disertacije,pod izrazom „plan reorganizacije" se misli na UPPR i plan reorganizacije u stečaju.

vlasnicima da blagovremeno apliciraju za stečajnu reorganizaciju i spreče dalju eroziju vrednosti kompanija u finansijskim teškoćama.

Ovlašćeni podnosilac UPPR je stečajni dužnik jer je pretpostavka da on najbolje poznaje tekuće probleme kompanije i način da se oni reše. Ovlašćeni predlagači plana reorganizacije u stečaju su: stečajni dužnik, stečajni upravnik; razlučni poverioci koji imaju najmanje 30% obezbeđenih potraživanja u odnosu na ukupna potraživanja prema stečajnom dužniku; stečajni poverioci sa najmanje 30% neobezbeđenih potraživanja u odnosu na ukupna potraživanja, i vlasnici kapitala sa najmanje 30% vlasničkog udela.[63]

Proceduralni tok stečaja, odnosno reorganizacije u skladu sa UPPR-om, počinje podnošenjem UPPR-a koji sadrži i odredbu kojom se predlaže pokretanje stečajnog postupka u skladu sa unapred pripremljenim planom reorganizacije. Ukoliko prilikom podnošenja UPPR-a stečajni sudija utvrdi da isti sadrži nedostatke ili tehničke greške koje se mogu otkloniti, sudija nalaže stečajnom dužniku da ove nedostatke otkloni u roku od 8 dana. Ukoliko se u ovom roku ne otklone nedostaci, UPPR se sa predlogom za pokretanje stečaja odbacuje. Nakon što je UPPR uredno podnet sudu, stečajni sudija u roku od 3 dana donosi rešenje o pokretanju prethodnog stečajnog postupka u skladu sa unapred pripremljenim planom reorganizacije. Ovom rešenjem se istovremeno zakazuje i ročište za odlučivanje o predlogu i glasanje o planu.[64] Stečajni sudija je u obavezi da na oglasnoj tabli suda, Službenom glasniku i visokotiražnom dnevnom listu stavi oglas o pokretanju prethodnog stečajnog postupka za ispitivanje ispunjenosti uslova za otvaranje postupka stečaja u skladu sa UPPR-om. Suština ovog oglasa je da se poverioci informišu kada i gde se mogu upoznati sa sadržinom UPPR. Ročište za glasanje o UPPR se ne može zakazati pre isteka roka od 30 dana od dana postavljanja oglasa i ovo je rok koji je ostavljen poveriocima da ulože primedbe na tekst UPPR-a. Ukoliko kvalifikovana većina poverilaca na ročištu za glasanje za UPPR glasa za njegovo usvajanje, stečajni sudija donosi rešenje kojim se otvara stečajni postupak, potvrđuje usvajanje UPPR-a i obustavlja stečajni postupak. Ovo rešenje se objavljuje na oglasnoj tabli suda i dostavlja stečajnim, razlučnim, založnim poveriocima, stečajnom dužniku i podnosiocu plana (ukoliko

[63] Zakon o stečaju, član 161., stav 1.
[64] Zakon o stečaju, član 159, stav 1.

to nije stečajni dužnik). Protiv rešenja kojim se potvrđuje usvajanje plana moguća je žalba. Uslov za primenu UPPR-a je da isti dobije klauzulu pravnosnažnosti, a to pretpostavlja da je po svim žalbenim zahtevima sud doneo odluku kojom se ove žalbe odbacuju ili odbijaju. Ukoliko nije bilo žalbi, ili su sve žalbe odbačene ili odbijene, sud stavlja klauzulu pravnosnažnosti na rešenje prvostepenog suda kojim se potvrđuje usvajanje UPPR-a i obustavlja stečajni postupak. Ukoliko se u žalbenom procesu utvrdi da usvojeni UPPR ima procesno-pravne ili materijalno-pravne nedostatke, drugostepeni sud donosi rešenje kojim se ukida rešenje prvostepenog suda kojim se potvrđuje usvajanje UPPR. U ovoj situaciji stečajni dužnik ima pravo da u istom stečajnom postupku podnese izmenjeni UPPR u kome su otklonjeni nedostaci, a koji predstavljaju smetnju za njegovo usvajanje, i ponovi postupak glasanja uz poštovanje iste procedure kao i u slučaju podnošenja inicijalnog UPPR. Zakonom nije predviđen rok u kom stečajni dužnik treba da podnese izmenjeni UPPR nakon što drugostepeni sud ukine rešenje prvostepenog suda. Ukoliko se izmenjeni UPPR ne usvoji, isti se odbacuje sa predlogom za pokretanje stečaja u skladu sa UPPR-om, ali u ovoj situaciji neće doći do automatskog bankrotstva. Pored navedenog, stečajni dužnik može umesto podnošenja izmenjenog UPPR-a da povuče predlog za pokretanje stečaja u skladu sa pripremljenim planom reorganizacije, nakon čega sud donosi rešenje kojim se obustavlja postupak stečaja u skladu sa UPPR-om.

Plan reorganizacije u stečaju se podnosi u roku od 90 dana od dana otvaranja stečajnog postupka, uz mogućnost stečajnog sudije da po zahtevu ovlašćenog predlagača plana ovaj rok produži za dodatnih 60 dana. Ukoliko ovlašćeni predlagač zatraži dopunski rok za izmenu plana reorganizacije, sud može produžiti ovaj rok za najviše 60 dana, ali je za to potrebna saglasnost odbora poverilaca.[65] Stečajni sudija održava ročište za razmatranje plana reorganizacije i glasanje od strane poverilaca u roku od 20 dana od dana podnošenja predloga plana reorganizacije u stečaju. Sud ili predlagač su u obavezi da dostave poveriocima, vlasnicima, stečajnom dužniku (ukoliko isti nije predlagač) i ostalim zainteresovanim licima obaveštenje o zakazivanju ročišta za glasanje o planu reorganizacije. Ovo obaveštenje sa tekstom plana reorganizacije koji se podnosi po otvaranju stečaja se dostavlja sudu najkasnije 15 dana pre

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

zakazivanja ročišta, ili informacijom gde i kada se zainteresovana lica mogu upoznati sa sadržinom plana.[66] Ukoliko je plan usvojen propisnom većinom glasova, na ročištu za glasanje za plan reorganizacije stečajni sudija donosi rešenje kojim se potvrđuje usvajanje plana. Ovo rešenje se objavljuje na oglasnoj tabli suda i dostavlja stečajnim, razlučnim, založnim poveriocima, stečajnom dužniku i podnosiocu plana (ukoliko to nije stečajni dužnik). Protiv rešenja kojim se potvrđuje usvajanje plana moguća je žalba. Pravila koja važe za žalbeni postupak UPPR-a primenjuju se i u slučaju planova reorganizacije koji su podneti u stečaju. Stečajni postupak se obustavlja po pravnosnažnosti rešenja kojim se potvrđuje usvajanje plana reorganizacije. U slučaju da se na ročištu za glasanje za plan reorganizacije u stečaju isti ne usvoji kvalifikovanom većinom poverilaca, stečajni sudija može naložiti predlagaču da izvrši izmene plana. Izmenjeni plan reorganizacije se mora dostaviti sudu u roku ne dužem od 30 dana. Ukoliko se ni taj plan ne usvoji, stečajni sudija odbacuje plan reorganizacije u stečaju i postupak stečaja se nastavlja bankrotstvom koji je praćen donošenjem zaključka o unovčenju stečajne mase.

Pravo glasa za plan reorganizacije u stečaju i UPPR imaju svi poverioci srazmerno visini potraživanja. Glasanje se vrši u okviru klasa poverilaca. Podela poverilaca po klasama je prema razlučnim pravima i pravu prioriteta namirenja (isplatnim redovima), Zakon o stečaju, član 165., stav 3. Zakonom je. predviđeno postojanje sledećih isplatnih redova:

- Prvi isplatni red- neisplaćene neto zarade zaposlenih i bivših zaposlenih, u iznosu minimalnih zarada za poslednjih godinu dana pre otvaranja stečajnog postupka sa kamatom od dana dospeća do dana otvaranja stečajnog postupka; neplaćeni doprinosi za penzijsko i invalidsko osiguranje zaposlenih za poslednje dve godine pre otvaranja stečajnog postupka, i potraživanja po osnovu zaključenih ugovora sa privrednim društvima čiji su predmet neisplaćene obaveze na ime doprinosa za penzijsko i invalidsko osiguranje zaposlenih za poslednje dve godine pre otvaranja stečajnog postupka čiju osnovicu za obračun čini najniža mesečna osnovica doprinosa;

[66] Zakon o stečaju, član 164., stav 1. i 2.

- Drugi isplatni red- potraživanja po osnovu svih javnih prihoda dospelih u poslednja tri meseca pre otvaranja stečajnog postupka, osim doprinosa za penzijsko i invalidsko osiguranje zaposlenih;
- Treći isplatni red- potraživanja ostalih stečajnih poverilaca;
- Četvrti isplatni red- potraživanja nastala dve godine pre dana otvaranja stečajnog postupka po osnovu zajmova i drugih pravnih radnji koje u ekonomskom pogledu odgovaraju odobravanju zajmova, i to u delu u kom ti zajmovi nisu obezbeđeni, a koji su stečajnom dužniku odobreni od strane lica povezanih sa stečajnim dužnikom, osim lica koja se u okviru svoje redovne delatnosti bave davanjem kredita i zajmova, Zakon o stečaju u članu 54.

Stečajni sudija može odobriti formiranje više dodatnih klasa ukoliko oceni da stvarne i suštinske karakteristike klasa opravdavaju formiranje dodatne klase, i ukoliko su sva potraživanja u okviru predložene klase slična, Zakon o stečaju, član 165, stav 6. Ostavljen je prostor stečajnom sudiji da oceni suštinske karakteristike potraživanja za koje stečajni dužnik, poverioci ili podnosilac plana zahtevaju formiranje posebne klase. Prilikom davanja saglasnosti na formiranje posebne klase, stečajni sudija treba da vodi računa i o zajedničkom interesu poverilaca jer se na ovaj način obezbeđuje upravljanje problemom odlaganja prihvata uslova plana od strane pojedinačnih poverilaca i poštovanje principa apsolutnog prioriteta namirenja potraživanja shodno isplatnom redu. Plan se smatra usvojenim ukoliko ga prihvate sve klase, a usvojen je u jednoj klasi ukoliko su za njega glasali poverioci koji imaju običnu većinu potraživanja od ukupnih potraživanja poverilaca u toj klasi. Klasa poverilaca čija se potraživanja namiruju u celosti pre početka primene plana ne glasa o planu jer se smatra da je plan u toj klasi usvojen, Zakon o stečaju, član 165, stav 10, 11 i 12. Ukoliko je u toku stečajnog postupka podneto više planova reorganizacije u stečaju, glasanje za planove je prema redosledu podnošenja, a usvojenim se smatra onaj plan koji je prvi izglasan, Zakon o stečaju, član 165, stav 14. Stečajni sudija je u obavezi da usvojeni plan reorganizacije dostavi Agenciji za privredne registre, odnosno drugom odgovarajućem registru, a radi objavljivanja na internet stranici tog registra. Na ovaj način se obezbeđuje javnost plana reorganizacije.

Usvojeni plan reorganizacije ima karakter izvršne isprave koji proizvodi dejstvo na sve poverioce uključujući i one koji nisu glasali za njegovo usvajanje. Od momenta usvajanja plana, obaveze koje su nastale iz ranijih dužničko-poverilačkih odnosa, uključujući i radnih odnosa, zaključno sa datumom usvajanja plana reorganizacije, izmiruju se shodno uslovima iz plana. Na sve obaveze koje nastaju nakon usvajanja plana reorganizacije primenjuju se ugovoreni uslovi. Izvršenjem plana reorganizacije prestaju sva prava poverilaca u vezi sa potraživanjima koja su postojala do usvajanja plana reorganizacije.

Postoje primedbe da su rokovi ostavljeni u stečajnom postupku kratki, pogotovo što je poslednjih godina sve veći broj velikih privrednih subjekata koji podnose planove reorganizacije i čija konsolidacija poslovanja i pregovori sa poveriocima zahtevaju vreme. Ukoliko pođemo od osnovnih stečajnih načela, a koja pretpostavljaju da se stečaj sprovodi uz poštovanje ekonomičnosti i efikasnosti, onda reorganizacija ima smisla samo ukoliko se sprovede u kratkom roku. Na ovaj način sprečava se nastanak dodatnih troškova stečaja i smanjenje vrednosti kompanija u finansijskim teškoćama.

U tekstu koji sledi izložiće se sadržina i mere za realizaciju planova reorganizacije u stečaju odnosno UPPR-ova.

4.6.3. Sadržina plana reorganizacije i mere za njegovu realizaciju

Postoje sledeća shvatanja pravne prirode reorganizacije i plana reorganizacije:

- Ugovorna teorija;
- Teorija sudske odluke;
- Mešovita teorija.

Ugovorna teorija je najstarija i najzastupljenija. Prema ovoj teoriji reorganizacija stečajnog dužnika i sam plan reorganizacije su novi ugovor kojima se regulišu prava i obaveze dužnika prema poveriocima i suspenduju prava vlasnika kapitala u stečajnom dužniku, Velimirović (2012: 207). Zbog činjenice da ugovor predstavlja volju dve strane koje imaju slobodu i autonomiju u odlučivanju, reorganizacija i plan reorganizacije imaju karakter ugovora. U slučaju plana reorganizacije takođe postoji sporazum odnosno saglasnost dveju strana i to: kvalifikovane većine poverilaca, koji su se saglasili na uslove predviđene planom

reorganizacije, i stečajnog dužnika. Zbog činjenice da usvojeni plan reorganizacije ima karakter izvršne isprave, sa snagom da nametne uslove iz plana poveriocima koji nisu glasali za njegovo usvajanje, pravna priroda reorganizacije i plana reorganizacije se ne može u potpunosti izjednačiti sa ugovorom.

Teorija sudske odluke polazi od stanovišta da je donošenje i pravna snaga plana reorganizacije uslovljena njegovim potvrđivanjem od strane suda. Ovde se ne radi o čistoj sudskoj odluci jer je potvrđivanju plana reorganizacije od strane suda prethodio sporazum između poverilaca i stečajnog dužnika, Velimirović (2012: 208). Zbog navedenog, reorganizaciju i plan reorganizacije ne možemo izjednačiti sa sudskom odlukom.

Mešovita teorija polazi od toga da je reorganizacija i plan reorganizacije sporazum zaključen između kvalifikovane većine poverilaca i stečajnog dužnika odobren od strane suda, Velimirović (2012: 208). Ovo isto stanovište ima i Zakon o stečaju koji na plan reorganizacije gleda kao na „novi ugovor", kojim se redefinišu dužničko-poverilački odnosi između stečajnog dužnika i njegovih poverilaca, i izvršnu ispravu koja proizvodi pravno dejstvo prema svim poveriocima uključujući i poveriocima koji nisu glasali za usvajanje plana reorganizacije.

Plan reorganizacije je pravni akt koji se sastoji iz dva dela: plana reorganizacije i mera za njegovo sprovođenje.

4.6.3.1. Sadržina plana reorganizacije

Plan reorganizacije se podnosi u pismenoj formi i njegova sadržina definisana je Zakonom o stečaju koji u članu 156. navodi da plan reorganizacije u stečaju mora da sadrži sledeće informacije:

- Kratak uvod u kome su uopšteno objašnjeni delatnost koju stečajni dužnik obavlja i okolnosti koje su dovele do finansijskih teškoća;
- Popis mera i sredstava za realizaciju plana, i detaljan opis mera koje je potrebno preduzeti i način na koji će se reorganizacija sprovesti. Ukoliko plan reorganizacije predviđa dodatno finansiranje, plan treba da sadrži podatke o zajmodavcu, visini izvora koji će biti obezbeđeni i ostalim uslovima finansiranja;

- Detaljnu listu poverilaca sa podelom na klase uz navođenje kriterijuma na osnovu kojih su klase formirane;
- Visinu novčanih iznosa ili imovinu koja će služiti za potpuno ili delimično namirenje poverilaca, visinu sredstva koja su rezervisana za poverioce osporenih potraživanja, postupak za izmirenje potraživanja i vremensku dinamiku plaćanja obaveza preuzetih planom;
- Opis postupka prodaje imovine, uz navođenje imovine koja će se prodavati sa založnim pravom ili bez njega i namenu prihoda od takve prodaje. U planu reorganizacije mora biti naveden razlog zbog čega je predloženi način prodaje imovine celishodniji od drugih koji stoje na raspolaganju poveriocima i stečajnom dužniku;
- Rokove za izvršenje plana reorganizacije i rokove za realizaciju glavnih elemenata plana reorganizacije (ukoliko ih je moguće odrediti);
- Napomenu da se usvajanjem plana reorganizacije sva prava i obaveze poverilaca iz plana definišu isključivo u skladu sa odredbama usvojenog plana, uključujući i situaciju u kojoj plan nije u potpunosti izvršen, odnosno u kojoj se izvršenje plana obustavlja;
- Spisak članova organa upravljanja i iznos njihovih naknada;
- Spisak stručnjaka koji će biti angažovani i iznos naknada za njihov rad;
- Ime nezavisnog stručnog lica koje će pratiti sprovođenje plana u interesu svih poverilaca obuhvaćenih planom, način na koji će to lice obaveštavati poverioce o sprovođenju plana reorganizacije, kao i iznos i dinamiku isplate nagrade za njegov rad;
- Godišnje finansijske izveštaje za prethodne tri godine sa mišljenjem revizora ako su bili predmet revizije;
- Finansijske projekcije, uključujući projektovani bilans uspeha, bilans stanja i izveštaj o novčanim tokovima za period izvršenja plana reorganizacije, a na osnovu kojih poverioci mogu da ocene opravdanost podnošenja plana reorganizacije i njegovu izvodljivost. Realizacija plana reorganizacije ne može biti uslovljena događajima na koje stečajni dužnik nema uticaja (npr. kretanje kursa pojedinih valuta, cena berzanske robe, mere vlade i sl.);

- Procenu novčanog iznosa koji bi se dobio unovčenjem imovine tj. sprovođenjem bankrotstva. Ovaj iznos ne može biti veći od iznosa koji poverioci dobijaju reorganizacijom jer je pretpostavka predlaganja plana reorganizacije da on nudi povoljnije namirenje poverilaca od bankrotstva;
- Datum početka primene plana reorganizacije;
- Rok sprovođenja plana koji ne može biti duži od pet godina. Ovaj rok se ne odnosi na mere kojima se redefinišu dužničko-poverilački odnosi, kao ni na rokove dospelosti dužničkih hartija od vrednosti;
- Predlog za imenovanje stečajnog upravnika i članova odbora poverilaca, pod uslovom da je planom predviđeno njihovo angažovanje;
- Podatke o licima koja po osnovu plana reorganizacije postaju članovi tog pravnog lica;
- Podatke o licima koja su povezana sa stečajnim dužnikom;
- Procenu vrednosti imovine stečajnog dužnika ne stariju od šest meseci pre dana podnošenja plana reorganizacije.

Sadržina plana reorganizacije u stečaju, čiji je ovlašćeni predlagač stečajni upravnik, regulisana je i Nacionalnim standardom broj 6. Shodno ovom standardu, stečajni upravnik je u obavezi da u planu reorganizacije pruži verodostojne, potpune i objektivne informacije, kao i da iste dostavi svim poveriocima stečajnog dužnika. Na osnovu ovih informacija poverioci treba da donesu ekonomski racionalne odluke o daljoj sudbini stečajnog dužnika. Ukoliko podnosilac plana reorganizacije u stečaju nije stečajni upravnik nego drugi ovlašćeni predlagač, stečajni upravnik je dužan da stečajnom sudiji i odboru poverilaca dostavi mišljenje o izvodljivosti plana reorganizacije. Ukoliko plan reorganizacije u stečaju podnet od strane drugog ovlašćenog predlagača ne sadrži sve potrebne elemente, stečajni upravnik je dužan da o tome obavesti predlagača plana i uputi ga na izmene koje je potrebno izvršiti da bi u materijalno-pravnom i procesno-pravnom smislu plan reorganizacije u stečaju zadovoljio zahteve definisane Zakonom o stečaju. U slučaju da predlagač plana odbije da izmeni plan, a da su predložene izmene u funkciji zaštite interesa poverilaca, stečajni upravnik je u obavezi da o tome obavesti sud i odbor poverilaca pre ročišta za glasanje o predloženom planu reorganizacije.

Pored gore navedenih informacija koje mora da sadrži plan reorganizacije podnet po otvaranju stečaja, UPPR mora da sadrži i sledeće informacije:

- Odredbu kojom se određuje da će potraživanje poverioca koje nije obuhvaćeno planom biti namireno na isti način i pod istim uslovima kao potraživanja drugih poverilaca njegove klase;
- Potpisanu izjavu većinskih poverilaca, po vrednosti potraživanja svake planom predviđene klase, da su upoznati sa sadržinom plana reorganizacije i spremni da pristupe na ročište za glasanje o planu reorganizacije ili glasaju pisanim putem;
- Izjavu stečajnog dužnika o verodostojnosti podataka i informacija navedenih u planu;
- Podatke o postupku pripreme plana reorganizacije, uključujući i podatke o poslatim obaveštenjima, dostupnosti informacija poveriocima i toku pregovora;
- Vanredni izveštaj revizora sa stanjem poslovnih knjiga utvrđenim najkasnije 90 dana pre dana podnošenja unapred pripremljenog plana reorganizacije sudu, sa pregledom svih potraživanja i procentualnim učešćem svakog poverioca u odgovarajućoj klasi plana;
- Izjavu revizora ili licenciranog stečajnog upravnika da je unapred pripremljen plan reorganizacije izvodljiv;
- Kratak izveštaj o očekivanim bitnim događajima u poslovanju nakon dana sačinjavanja plana, pregled obaveza čije se dospeće očekuje u narednih 90 dana i načinu namirenja tih obaveza.

Zbog činjenice da se sa tekstom UPPR-a dostavlja vanredni izveštaj revizora sa stanjem poslovnih knjiga utvrđenim najkasnije 90 dana pre dana podnošenja predloga za pokretanje stečajnog postupka u skladu sa UPPR-om, predlog za pokretanje stečaja je najracionalnije podnositi po završenoj reviziji finansijskih izveštaja jer se na ovaj način smanjuju direktni troškovi stečaja.

4.6.3.2. Mere za realizaciju plana reorganizacije

Zakon o stečaju u članu 157. daje spisak mera koje stoje na raspolaganju za rehabilitaciju poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama. Pored mera koje su decidno navedene, Zakon o stečaju daje mogućnost stečajnom dužniku i poveriocima da predvide i druge mere za realizaciju plana. Fleksibilnost koju srpski Zakon o stečaju nudi u ovom delu predstavlja njegovu pozitivnu stranu.

Sledeće mere su predviđene za realizaciju plana reorganizacije:

1. Otplata duga u ratama, izmena rokova dospelosti, kamatnih stopa ili drugih uslova zajma, kredita ili drugog potraživanja, ili instrumenta obezbeđenja;
2. Otpust duga;
3. Raskid ili izmena ugovora;
4. Unovčenje imovine sa ili bez tereta i/ili prenos takve imovine na ime namirenja potraživanja;
5. Izvršenje, izmena ili odricanje od založnog prava;
6. Davanje u zalog opterećene ili neopterećene imovine;
7. Ustupanje neopterećene imovine na ime namirenja potraživanja;
8. Izmene i dopune opštih akata stečajnog dužnika i drugih dokumenata o osnivanju ili upravljanju;
9. Statusne promene;
10. Pretvaranje potraživanja u kapital;
11. Zatvaranje pogona ili promena delatnosti;
12. Promene pravne forme;
13. Prenos dela ili celokupne imovine na jednog ili više postojećih ili novoosnovanih subjekata;
14. Poništavanje izdatih ili izdavanje novih hartija od vrednosti od strane stečajnog dužnika ili bilo kog novoformiranog subjekta;
15. Osporavanje i pobijanje potraživanja koja nisu pravno valjana;
16. Namirenje potraživanja;
17. Zaključivanje ugovora o kreditu, odnosno zajmu;

18. Otpuštanje zaposlenih ili angažovanje drugih lica;
19. Druge mere od značaja za realizaciju plana reorganizacije.

Prema svojoj sadržini, mere za realizaciju plana reorganizacije koje predviđa Zakon o stečaju se mogu podeliti u sledeće grupe:

- Mere redefinisanja dužničko-poverilačkih odnosa- mere navedene pod rednim brojem 1- 3.
- Mere raspolaganja imovinom- mere navedene pod rednim brojem 4-7.
- Mere kojima se sprovode statusne promene stečajnog dužnika- mere navedene pod rednim brojem 8-14.
- Mere postupanja u odnosu na potraživanja prijavljena u stečaju- mere pod rednim brojem 15-17.
- Mere kojima se redefinišu radno-pravni odnosi-mera navedena pod rednim brojem 18.

Uticaj ključnih mera reorganizacije na vrednost kompanija u finansijskim teškoćama i mehanizme korporativnog upravljanja detaljnije je bio izložen u delu 2.5. disertacije.

4.6.4. Izmena plana, nadzor nad sprovođenjem, i nepostupanje po planu

Zbog činjenice da je usvojeni plan reorganizacije izvršna isprava, kao i da se njegovim usvajanjem obustavlja stečajni postupak, plan reorganizacije koji je pravnosnažno potvrđen se ne može menjati u istom stečajnom postupku.[67] Ukoliko bi takve izmene i bile moguće, ovo bi pretpostavljalo da se u regularnoj proceduri glasanja postigne saglasnost tj. prihvat predloženih izmena od strane kvalifikovane većine poverilaca. Pojedinačni poverioci mogu sa stečajnim dužnikom izmeniti uslove sprovođenja plana u postupku vansudskog poravnanja, ali pod uslovom da se ovim poravnanjem ne ugrožava sprovođenje plana tj. da uslovi predviđeni poravnanjem ne budu lošiji za stečajnog dužnika, kao i da ovim uslovima se ne remeti ravnomerno namirenje poverilaca iz iste klase odnosno isplatnog reda.

[67] Marić, S. (2012). Nemogućnost izmene usvojenog plana reorganizacije u istom stečajnom postupku. Pitanja i odgovori. *Pravni instruktor 2012/29, elektronska baza Paragrafa.*

Obustavljanjem stečajnog postupka prestaju nadležnosti stečajnog sudije, stečajnog upravnika i privremenog stečajnog upravnika (ukoliko je isti bio imenovan u stečajnom postupku), i sva ovlašćenja se vraćaju na nadležne organe stečajnog dužnika tj. organe koje predviđa usvojeni plan reorganizacije. Nadzor nad sprovođenjem plana reorganizacije se vrši od strane nezavisnog stručnog lica koje pratiti sprovođenje plana u interesu svih poverilaca obuhvaćenih planom. Ovo lice ne može da bude zaposleno kod stečajnog dužnika ili lica povezanih sa stečajnim dužnikom, niti povezano sa stečajnim dužnikom.[68]

U slučaju da stečajni dužnik ne postupa po usvojenom planu ili postupa suprotno odredbama plana, poverioci obuhvaćeni usvojenim planom, i poverioci čija su potraživanja nastala pre usvajanja plana a nisu obuhvaćeni planom, mogu podneti sudu predlog za pokretanje stečaja, ali pod uslovom da se zbog takvog postupanja ili nepostupanja stečajnog dužnika bitno ugrožava sprovođenje plana reorganizacije. Bitnim ugrožavanjem sprovođenjem plana smatra se:

- Negativno odražavanje na novčane tokove subjekta reorganizacije;
- Onemogućavanje subjekta reorganizacije da obavlja poslovnu delatnost;
- Značajno ugrožavanja interesa jedne ili više klasa poverilaca, Zakon o stečaju član 173.

Ukoliko je došlo do bitnog ugrožavanja sprovođenja plana reorganizacije u stečaju, sud donosi rešenje kojim se obustavlja reorganizacija i dalji postupak stečaja se sprovodi bankrotstvom, ali pod uslovom da ovlašćeni predlagač podnese predlog za pokretanja stečaja. Ukoliko Prvostepeni sud utvrdi da je ispunjen stečajni razlog tj. stečajni dužnik ne postupa po planu ili postupa suprotno planu reorganizacije, isti će doneti rešenje kojim se otvara stečajni postupak. Ukoliko na prvom poverilačkom ročištu poverioci koji imaju više od 70% ukupnih potraživanja prema stečajnom dužniku glasaju da se nad stečajnim dužnikom započne postupak bankrotstva, sud je u obavezi da na ročištu donese rešenje o otpočinjanju bankrotstva nad

[68] Prema članu 125. Zakona o stečaju, povezanim licima stečajnog dužnika smatraju se: direktor, član organa upravljanja ili organa nadzora stečajnog dužnika; član stečajnog dužnika koji za njegove obaveze odgovara celokupnom svojom imovinom; član ili akcionar sa značajnim učešćem u kapitalu stečajnog dužnika; pravno lice koje stečajni dužnik kontroliše u smislu zakona kojim se uređuju privredna društva; lica koja zbog svog posebnog položaja u društvu imaju pristup poverljivim informacijama ili imaju mogućnost da se upoznaju sa finansijskim stanjem stečajnog dužnika; lice koje je u poziciji da vrši značajniji uticaj na poslovanje stečajnog dužnika, i lice koje je srodnik.

stečajnim dužnikom. Ukoliko stečajni poverioci predviđenom većinom ne podrže otpočinjanje bankrotstva nad slečajnim dužnikom, sud će doneti rešenje o bankrotstvu kada se ispune uslovi predviđeni Zakonom o stečaju. Stečajni ili drugi ovlašćeni predagač mogu u novom stečajnom postupku podneti plan reorganizacije uz poštovanje svih procesnih odredbi predviđenih Zakonom o stečaju.[69] U slučaju da je do obustave sprovođenja plana reorganizacije došlo zato što je isti usvojen na nezakonit ili prevaran način, sud donosi rešenje o otvaranju stečajnog postupka koji se dalje sprovodi banktorstvom, i ovde se ne predviđa mogućnost podnošenja plana reorganizacije u novom stečajnom postupku.[70] Stečajni dužnici kod kojih je došlo do obustave stečajnog postupka usvajanjem UPPR-a ne mogu ponovo podneti predlog za pokretanje stečajnog postupka u skladu sa unapred pripremljenim planom reorganizacije.[71] Autor pretpostavlja da iza ovakvog rešenja stoji namera zakonodavca da spreči korišćenje stečajne reorganizacije na način suprotan osnovnim stečajnim načelima. Pored navedenog, dozvoljavanjem ponovnog podnošenja plana reorganizacije stvorila bi mogućnost stečajnim dužnicima i vlasnicima da kupuju vreme na teret poverilaca, i to primarno razlučnih poverilaca.

4.6.5. Prednosti i nedostaci UPPR-a u odnosu na plan reorganizacije u stečaju

U stručnoj literaturi se navode sledeće prednosti UPPR-a u odnosu na plan reorganizacije u stečaju:

1. Niži indirektni troškovi stečaja jer postojeća uprava nastavlja da vodi poslovanje stečajnog dužnika dok su ovlašćenja privremenog stečajnog upravnika u najvećem broju slučajeva ograničena na: praćenje toka postupka pripreme, podnošenja i glasanja za UPPR; proveru tačnosti podataka sadržanih u UPPR-u i davanje saglasnosti na isplate sa računa stečajnog dužnika;

---

[69] Odgovori na pitanja privrednih sudova koji su utvrđeni na sednici Odeljenja za privredne sporove Privrednog apelacionog suda održanoj dana 12.11.2013. i 14.11.2013. godine, i na sednici Odeljenja za privredne prestupe i upravno-računske sporove održanoj dana 6.11.2013. godine - Sudska praksa privrednih sudova - Bilten br. 3/2013. Dostupno na: www.paragraf.rs.

[70] Odgovori na pitanja privrednih sudova koji su utvrđeni na sednici Odeljenja za privredne sporove Privrednog apelacionog suda održanoj dana 26.11.2014. i 27.11.2014. godine, i na sednici Odeljenja za privredne prestupe i upravno-računske sporove održanoj dana 3.12.2014. godine - Sudska praksa privrednih sudova - Bilten br. 4/2014. Dostupno na: www.paragraf.rs.

[71] Stav Privrednog apelacionog suda (Rešenje Privrednog apelacionog suda, Pvž. 376/2014 od 23.7.2014. god.). Dostupno na: www.paragraf.rs.

2. Kraće vreme koje protekne od predloga za pokretanje stečaja do usvajanja UPPR-a u odnosu na plan reorganizacije u stečaju (zakonski je ograničeno trajanje između 30-45 dana uz mogućnost produženja do 60 dana, u praksi je vreme značajno duže);
3. Manji su negativni efekti na kontinuitet poslovanja jer ne dolazi do automatskog otkazivanja ugovora o radu zaposlenima stečajnog dužnika;
4. Kvalitetniji su u pogledu informacija za ocenu postojećeg finansijskog stanja jer su u njegovoj izradi učestvovala stručna lica (advokati, konsultanti, revizori i dr.).

Najčešće navođeni nedostaci UPPR-a u odnosu na plan reorganizacije u stečaju su:

1. Češće su ožalbeni od planova reorganizacije u stečaju;[72]
2. Skup postupak reorganizacije za male privredne subjekte zbog obaveze podnošenja vanrednog revizorskog izveštaja;
3. Pruža prostor upravi i vlasnicima da prikriju aktivnosti koje su dovele do finansijskih teškoća usled ograničenih mogućnosti pobijanja pravnih radnji, Radulović (2013:100).

U tekstu koji sledi izložiće se ključni problemi u primeni Zakona o stečaju u delu stečajne reorganizacije, i ukazati na moguća unapređenja postojeće regulative i prakse stečajne reorganizacije.

4.6.6. Ključni problemi i preporuke za unapređenje stečajne regulative

Prema podacima Agencije za licenciranje stečajnih upravnika, počev od 2005. do 2013. godine u Republici Srbiji usvojeno je 212 planova reorganizacije, od čega je u 36 slučajeva uspelo sprovođenje plana, u 137 sprovođenje plana je bilo u toku, dok je u 39 slučajeva obustavljeno sprovođenje plana, BIZLife (2014).[73] Prosečno vreme trajanja planova čije je sprovođenje obustavljeno je jedna godina i devet meseci. Ovi podaci ukazuju da u gotovo 20% slučajeva dođe do obustave sprovođenja plana, dok je za 65% planova čije je izvršenje u toku

[72] Radulović, B. (2010). Planovi reorganizacije-dve godine primene novog Zakona o stečaju (dobra iskustva, greške u primeni i praktični saveti). Prezentacija Regionalne privredne komore Novi Sad, 16. i 23. jun 2010. godine. Dostupno na: http://www.slideshare.net/bradulovic/plavnovi-reorganizacije-u-srbiji-dve-godine-od-primene-novog-zakona [Pristupljeno: 14.06.2015.].

[73] BIZLife (2014). Preduzeća u stečaju: Polovičan uspeh reorganizacije. [online] Dostupno na: http://www.bizlife.rs/vesti/73071-preduzeca-u-stecaju-polovican-uspeh-reorganizacije.[Pristupljeno 19.06.2015.].

ishod još uvek neizvestan. Imajući u vidu da je sve veći broj kompanija nad kojima je otvoren stečaj, postoji potreba da se u većoj meri propagira stečajna reorganizacija i poveća stopa uspešnosti usvojenih planova reorganizacije. Veća primena planova reorganizacije kao mehanizma za rehabilitaciju poslovanja pretpostavlja veću efikasnost u primeni postojećih zakonskih rešenja, ali i izmenu zakonske regulative. Ključni problemi u primeni postojećih zakonskih rešenja u delu reorganizacije u Republici Srbiji su:

1. Nepostojanje zakonske obaveze za menadžment i vlasnike kompanija u finansijskim teškoćama da blagovremeno apliciraju za stečaj;
2. Onemogućavanje poverilaca da budu ovlašćeni predlagači UPPR-a;
3. Nepriznavanje troškova pripreme plana reorganizacije kao troška stečaja u slučaju kada ovlašćeni predlagač plana reorganizacije nije stečajni upravnik;
4. Pogrešno formiranje klasa poverilaca;
5. Nemogućnost nametanja planova nesaglasnim poveriocima unutar klase poverilaca, ili čitavoj klasi nesaglasnih poverilaca;
6. Nespremnost poverilaca da obezbede dodatna sredstva kompanijama u finansijskim teškoćama;
7. Kompanije u finansijskim teškoćama nakon izlaska iz stečaja ostaju sa visokim nivoom dugova;
8. Nejasna uloga banaka u stečaju kao stečajnih poverilaca kompanija u finansijskim teškoćama;
9. Nedozvoljavanje lične uprave;
10. Sve je veći broj ožalbenih UPPR-ova;
11. Nedosledna primena stečajnog prava od strane pojedinih stečajnih sudija i stečajnih upravnika;

Postojeća zakonska rešenja ne predviđaju obavezu menadžmenta insolventnih kompanija da aplicira za stečaj. Čak i u situaciji kada privatni pregovori ne uspeju sa poveriocima, menadžment kompanija u finansijskim teškoćama izbegava da podnese predlog za pokretanje stečaja jer se izlaže riziku gubitka kontrole nad poslovanjem kompanije u toku stečajnog postupka. Nametanje zakonske obaveze menadžmentu kompanija da blagovremeno aplicira za stečaj pretpostavlja da menadžment tih kompanija ima određenu nagradu za savesno ponašanje

i to kroz nastavak angažovanja u toku i nakon izlaska kompanije iz stečaja i dobru nadoknadu za svoj rad. Pored navedenog, potrebno je da postoji i veća izvestnost samog toka postupka stečaja tj. da će predloženi plan reorganizacije biti podržan od strane poverilaca.

Kao što je već pomenuto, u slučaju kada se stečajni postupak sprovodi u skladu sa UPPR-om, njegov predlagač može biti samo stečajni dužnik. Na ovaj način onemogućava se podnošenje konkurentnih planova koji mogu predvideti povoljnije namirenje potraživanja poverilaca od planova podnetih od strane stečajnog dužnika. Pored navedenog, poverioci su osuđeni na volju i tajming dužnika da predloži otvaranje stečaja u skladu sa UPPR-om, a čime se smanjuje i stepen kontrole nad stečajnim postupkom, ali i spremnost poverilaca da kasnije podrže predloženi UPPR. U cilju povećanja efikasnosti stečajnih postupka koji se sprovode u skladu sa UPPR-om, trebalo bi zakonom predvideti ekskluzivni period u kom stečajni dužnik može da podnese UPPR, a po isteku tog roka dati ovo pravo i poveriocima.

Troškovi pripreme planova reorganizacije u stečaju kada ovlašćeni predlagač nije stečajni upravnik i UPPR-ova nemaju karakter troška stečaja i isti padaju na teret podnosioca plana. Kako visina ovih troškova u apsolutnom iznosu može biti značajna za kompanije koje se već suočavaju sa finansijskim teškoćama, one mogu odlagati apliciranje za stečaj, dok poverioci mogu biti destimulisani da sami snose ove troškove, pogotovo u situaciji kada je neizvesna naplata postojećih potraživanja.

U kontekstu pogrešno formiranih klasa poverilaca, iako Zakon o stečaju nudi mogućnost stečajnom sudiji da odobri formiranja dodatnih klasa poverilaca pod uslovom da su stvarne i suštinske karakteristike klasa takve da opravdavaju formiranje dodatne klase, kao i da su sva potraživanja u okviru predložene klase slična, često ove klase služe kao mehanizam za izglasavanje poverilaca unutar iste klase. Dodatan problem koji se vezuje za formiranje klasa je što one mogu da budu mehanizam pojedinim poveriocima da blokiraju pregovore i odlažu podršku plana. Iz ovih razloga u planu reorganizacije je bolje predvideti manji broja klasa poverilaca sa pravom glasa, ali pri tome voditi računa da interesi poverilaca unutar iste klase budu slični.

Uvođenje mogućnosti nametanja plana reorganizacije poveriocima unutar iste klase, kao i čitavoj klasi nesaglasnih poverilaca, moglo bi značajno skrati vreme koje kompanije provedu u stečaju. Ovo bi u krajnjoj meri imalo pozitivan uticaj na vrednost kompanija u finansijskim teškoćama i povećati verovatnoću njihove rehabilitacije nakon usvajanja plana reorganizacije. Pretpostavka za uvođenje ovog pravila je veća autonomija sudija u stečajnom postupku. Naime, postojeća zakonska rešenja ulogu stečajnih sudija svode na proveru materijalno-pravnih i procesno-pravnih pretpostavki, dok se ocena izvodljivosti planova reorganizacije bazira na procenama stečajnog dužnika, stečajnog upravnika, konsultanata koji su angažovani na pripremi planova i poverilaca. Imajući u vidu da je u slučaju 20% kompanija već obustavljena primena planova reorganizacije, očevidno je da mogu biti usvojeni planovi koji se ne mogu sprovesti. Osnovni problem nije u merama koje se predlažu, nego u pretpostavkama na kojima je bazirano ispunjenje ovih mera. Davanjem veće uloge stečajnim sudijama bilo bi kontrolni mehanizam ostalim učesnicima u stečaju i povećalo bi disciplinu među njima. Ovo sa druge strane pretpostavlja ulaganje u edukaciju stečajnih sudija, davanje iskusnijim sudijama da vode veće i kompleksnije slučajeve, ali i specijalizaciju sudija Privrednih sudova.

Osnovna pretpostavka za rehabilitaciju kompanija u finansijskim teškoćama je da iste mogu da dođu do dodatnih izvora za finansiranje poslovanja pod što povoljnijim uslovima. Jedan od najvećih problema sa kojima se suočavaju kompanije koje reorganizuju poslovanje u stečaju u Republici Srbiji je nemogućnost pribavljanja dodatnih izvora, ili se isti pribavljaju po cenama koje ugrožavaju profitabilnost i likvidnost ovih kompanija. Veća zainteresovanost investitora da obezbede dodatne izvore, zahtevalo bi veću efikasnost stečajne regulative, tj. obezbeđivanje većeg stepena naplate potraživanja poverilaca u stečaju, ali i davanje prioriteta u naplati potraživanja poverilaca koja su nastala iz dodatnog finansiranja poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama u toku stečaja i nakon usvajanja plana reorganizacije.

Pored nemogućnosti pribavljanja dodatnih izvora, kompanije koje usvoje planove reorganizacije ostaju sa istom visinom dugova, a u slučaju UPPR-ova ovaj iznos se često uvećava usled pripisa kamata obračunatih do datuma pravnosnažnosti plana. Poverioci se u malom broju slučajeva opredeljuju za otpis potraživanja iz više razloga:

1. Dobavljači nisu spremni na takav kompromis i ovo je teško sprovesti u situaciji kada se radi o velikom broju dobavljača sa malim iznosom potraživanja, a koji zbirno mogu da opredele ishod stečaja. Dodatan problem je nemogućnost povraćaja izlaznog PDV-a plaćenog državi, a koji je sadržan u potraživanjima za koje je predviđen oprost;
2. Banke nisu spremne da otpišu deo potraživanja zbog neizvesnog ishoda reorganizacije i potencijalnog nepriznatog karaktera ovih troškova za poreske svrhe u situaciji kada je planom reorganizacije predviđena naplata potraživanja u većem iznosu od onog koji pojedinačni poverilac ocenjuje da može da naplati;
3. Poslovna politika velikog broja banaka ne podržava otpis kamata. Često je podrška planova reorganizacije motivisana upravljanjem profitabilnošću i adekvatnošću kapitala, a manje samom verom da je poslovanje stečajnih dužnika ekonomski održivo;
4. Država nije spremna da vrši otpis potraživanja po osnovu neplaćenih poreza i doprinosa jer bi to povećalo teret troškova koje sama snosi.

Dodatan problem u kontekstu reorganizacije je uloga banaka u stečaju. Prema podacima Agencije za osiguranje depozita, stečajni postupak se vodi nad 15 banaka dok je za 5 banaka stečajni postupak okončan. Agencija za osiguranje depozita je nadležna za vođenje stečaja i likvidacije banaka i društava za osiguranje. Još uvek nije jasna uloga Agencije za osiguranje depozita u delu stečajeva kompanija u finansijskim teškoćama, i često do samog ročišta za glasanje za plan reorganizacije nije izvesna podrška plana od strane Agencije. Veća izvesnost toka stečajnog postupka kompanija u finansijskim teškoćama zahtevala bi proceduralno regulisanje uloge Agencije za osiguranje depozita, kao i uslova reprograma dugova koji se mogu ponuditi kompanijama koje su aplicirale za stečaj. Ovo bi istovremeno zahtevalo izdvajanje potraživanja Agencije za osiguranje depozita u posebnu klasu poverilaca sa jasno definisanim zakonskim okvirima za reprogram ovog duga.

Jedna od prednosti koje nudi Poglavlje 11 jeste lična uprava. Po apliciranju kompanije za stečaj postojeća uprava nastavlja da vodi poslovanje stečajnog dužnika i retkost je da se imenuje administrator (stečajni upravnik) koji bi vodio poslovanje stečajnog dužnika. U Republici Srbiji

nakon što se nad stečajnim dužnikom otvori stečaj, sva ovlašćenja stečajnog dužnika prelaze na stečajnog upravnika i dolazi do automatskog raskida ugovora o radu sa svim zaposlenima. Ovo ima negativan uticaj na kontinuitet poslovanja i „going concern" vrednost kompanija kod kojih se stečajni postupak sprovodi u skladu sa planom reorganizacije koji je podnet nakon otvaranja stečaja. Ovo nije situacija sa kompanijama koje apliciraju za stečaj u skladu sa UPPR-om. Kod ovih kompanija ne dolazi do automatskog raskida ugovora o radu sa zaposlenima, i postojeća uprava nastavlja da vodi poslovanje kompanije. Povećanje efikasnosti reorganizacije u stečaju pretpostavlja izmenu postojeće zakonske regulative i omogućavanje upravi da nastavi da vodi poslovanje stečajnog dužnika nakon što se otvori stečaj. Više o mogućnostima uvođenja lične uprave u Republici Srbiji i rešenjima koja primenjuju razvijene zemlje bilo je u delu 2.4.3. ove disertacije.

Iako poslednjih godina raste interesovanje za stečajnom reorganizacijom, sve je veća neizvesnost u pogledu njenog ishoda. Od 2009. do aprila 2012. godine podneto je ukupno 232 planova reorganizacije i UPPR-ova od čega 54 UPPR-a, 171 plan reorganizacije u stečaju, dok za 7 nije određeno o kom tipu plana se radi, Radulović (2010). Od 171 plana reorganizacije u stečaju, 86 je usvojeno ali je 24 njih bilo ožalbeno, 45 je odbačeno, a za 40 podnetih planova glasanje još uvek nije bilo održano. Kada je reč o UPPR-ovima, od 54 podneta plana njih 33 je usvojeno ali je 14 ožalbeno, 10 je odbačeno, za 7 još uvek nije bilo glasanje, dok su 4 UPPR-a prešla u planove reorganizacije u stečaju. Ovi podaci ukazuju da čak 26% planova reorganizacije u stečaju bude odbačeno. Ovo je posledica nepostojanja vere poverilaca da poslovanje stečajnog dužnika može da se rehabilituje nakon usvajanja plana. Veća spremnost poverilaca da podrže planove reorganizacije zahtevalo bi blagovremeno apliciranje kompanija u finansijskim teškoćama za stečajnu reorganizaciju. U slučaju UPPR-ova, iako preko 60% biva usvojeno, njih 40% je ožalbeno. Žalbeni postupci posledica su izglasavanja UPPR-ova kod kojih nisu ispoštovani materijalno-pravni i procesno-pravni uslovi za njihovo glasanje. Nepoštovanje ovih uslova posledica je nekonzistentne primene stečajne regulative od strane stečajnih sudija i njihove opterećenosti brojem stečajnih predmeta, ali i nepoštovanja procesnih odredbi Zakona o stečaju od strane stečajnih upravnika koji dozvoljavaju glasanje za planove reorganizacije. Da bi se ovakva praksa sprečila, potrebna je: veća disciplina za sve učesnike u

stečaju, edukacija stečajnih sudija i njihova specijalizacija, kao i poštovanje odluka Vrhovnog suda donetih u drugim stečajnim postupcima od strane stečajnih sudija i stečajnih upravnika.

4.7. Sporazum o finansijskom restrukturiranju kao alternativa stečajnoj reorganizaciji

Kompanije u finansijskim teškoćama reprogram dugova mogu da izvrše i upotrebom sporazuma o finansijskom restrukturiranju. Radi se o poravnanju koje se sprovodi vansudskim putem uz primenu odredbi Zakona o sporazumnom finansijskom restrukturiranju privrednih društava[74] (u daljem tekstu „Zakon o sporazumnom finansijskom restrukturiranju") i Pravilnika o uslovima i načinu institucionalnog posredovanja u sporazumnom finansijskom restrukturiranju privrednih društava[75]. Ovaj vid redefinisanja dužničko-poverilačkih odnosa je u primeni počev od 2011. godine. Cilj ovog sporazuma je podsticanje kompanija u finansijskim teškoćama da blagovremeno redefinišu dužničko-poverilačke odnose sa ključnim poveriocima i spreče apliciranje za stečaj.

Zakon o sporazumnom finansijskom restrukturiranju definiše finansijsko restrukturiranje kao ponovno uređenje dužničko-poverilačkih odnosa između privrednih društava u finansijskim teškoćama, a koja se javljaju u ulozi dužnika, i njihovih poverilaca.[76] Finansijske teškoće se definišu kao: nesposobnost plaćanja (nelikvidnost), preteća nesposobnost plaćanja (preteća nelikvidnost) ili prezaduženost.[77] Uslov za primenu sporazumnog finansijskog restrukturiranja je da u svojstvu poverilaca učestvuje najmanje dve domaće ili strane banke, kao i da kompanija u finansijskim teškoćama nije aplicirala za stečaj. Zahtevanje učešća dve banke treba da obezbedi veći stepen međusobne kontrole i sprečavanje zloupotreba od strane učesnika sporazuma. Sporazum o finansijskom restrukturiranju može pored banaka da uključi i druge poverioce (dobavljače, poresku upravu, faktoring kompanije i dr.).

---

[74] Zakon o sporazumnom finansijskom restrukturiranju privrednih društava ("Sl. glasnik RS", br. 36/2011).
[75] Pravilnik o uslovima i načinu institucionalnog posredovanja u sporazumnom finansijskom restrukturiranju privrednih društava („Sl. glasnik RS", br. 65/2011).
[76] Zakon o sporazumnom finansijskom restrukturiranju privrednih društava, član 3, stav 1., tačka 1.
[77] Zakon o sporazumnom finansijskom restrukturiranju privrednih društava, član 3, stav 1., tačka 2.

Finansijsko restrukturiranje se sprovodi uz institucionalno posredovanje Privredne komore. Institucionalno posredovanje započinje na zahtev dužnika, jednog ili više poverilaca, a za njegovo sprovođenje je potrebna saglasnost svih uključenih strana. Predlog za pokretanje postupka se podnosi Centru za usluge i posredovanje Privredne komore. Centar ovaj predlog dostavlja drugoj strani sa pozivom da se izjasni na njega u roku od 15 dana. Ukoliko se druga strana u ovom roku ne izjasni o poslatom predlogu, isti se smatra odbačenim. Uspešno finansijsko restrukturiranje se okončava ugovorom o sporazumnom finansijskom restrukturiranju. Ovim ugovorom se redefinišu dužničko-poverilački odnosi između strana koje su učestvovale u finansijskom restrukturiranju. Ovaj sporazum može da predvidi različite mere za ozdravljenje kompanija koje se suočavaju sa finansijskim teškoćama kao što su: odložena otplata duga; izmena kamatnih stopa i instrumenta obezbeđenja; unovčenje imovine ili prenos takve imovine radi namirenja potraživanja; otpust duga; zaključivanje ugovora o kreditu, odnosno zajmu; izdavanje hartija od vrednosti i sl. Iz ovoga se može zaključiti da iako je osnovna intencija ovog sporazuma redefinisanje dužničko-poverilačkih odnosa, on može uključiti sprovođenje mera operativnog restrukturiranja kompanija u finansijskim teškoćama.

Finansijsko restrukturiranje se vrši uz primenu sledećih načela:

- Načelo podobnosti – Predmet restrukturiranja mogu biti samo potraživanja kojima se slobodno raspolaže;
- Načelo dobrovoljnosti – Finansijsko restrukturiranje se sprovodi na osnovu pismene saglasnosti poverilaca i dužnika;
- Načelo održivosti poslovanja dužnika – Finansijsko restrukturiranje se vrši samo nad dužnicima čije je poslovanje održivo, odnosno u slučaju dužnika koji imaju realne šanse da nastave da posluju nakon zaključivanja sporazuma, i izmiruju obaveze koje su preuzeli sporazumom;
- Načelo postupanja u dobroj veri – Propisana je primena načela savesnosti, poštenja i pažnje dobrog privrednika za sve strane koje su uključene u sporazum;
- Načelo saradnje i koordinacije poverilaca – Poverioci koji prihvate da učestvuju u finansijskom restrukturiranju su u obavezi da međusobno sarađuju;
- Načelo ravnopravnosti položaja poverilaca – Uključuje jednak tretman poverilaca, ali i ravnopravan položaj poverilaca srazmerno visini potraživanja;

- Načelo pristupa podacima i poverljivosti podataka – Načelo koje obavezuje dužnika da svim poveriocima blagovremeno i bez smetnji pruži iste informacije od značaja za restrukturiranje, dok je na poveriocima da ove podatke čuvaju.[78]

U toku finansijskog restrukturiranja zaključuje se ugovor o mirovanju duga. Ovaj ugovor proizvodi dejstvo danom njegovog zaključenja, i to samo prema onim poveriocima koji su ga zaključili.[79] Pored ove pogodnosti, primena finansijskog restrukturiranja shodno odredbama Zakona o sporazumnom finansijskom restrukturiranju ima i sledeće prednosti:

1. Niski troškovi posredovanja Privredne komore u odnosu na troškove stečajnog upravnika;
2. Sprovodi se u tajnosti i time sprečava gubitak reputacije dužnika koji je u finansijskim teškoćama;
3. Mnogo veća fleksibilnost u odnosu na stečajnu reorganizaciju;
4. Oprost duga se priznaje za poreske svrhe;
5. Odluka Narodne banke Srbije o klasifikaciji aktive predviđa relaksiranje uslova za klasifikaciju dužnika nad kojim je sprovedeno sporazumno finansijsko restrukturiranje;
6. Postojeće zaloge i hipoteke nastavljaju da obezbeđuju restrukturirano potraživanje i ne vrši se ponovni upis založnih prava u odgovarajući registar;
7. Propisani dugi rokovi za reprogram poreskog duga (do 60 meseci).

Najveći nedostaci finansijskog restrukturiranja shodno odredbama Zakona o sporazumnom finansijskom restrukturiranju se ogledaju u sledećem:

1. Proizvodi dejstvo samo prema učesnicima sporazumnog finansijskog restrukturiranja i najveći deo obaveza iz bilansa stanja nije uključen u ovaj sporazum;
2. Nije podoban za reprogram dugova dužnika koji imaju obaveze prema većem broju banaka. Ovaj nedostatak izazvan je asimetričnim informacijama i različitim

105

[78] Zakon o sporazumnom finansijskom restrukturiranju privrednih društava, član 4-10.
[79] Zakon o sporazumnom finansijskom restrukturiranju privrednih društava, član 12, stav 1.

interesima banaka, ali i njihovom nedovoljnom spremnošću da se uključe u ovakav vid pregovora;

3. Bazira se na volji strana da sporazumno regulišu dužničko-poverilačke odnose i ne postoji mogućnost nametanja obaveze drugoj strani da pristupi sporazumnom finansijskom restrukturiranju;
4. Često se načela pod kojima se sprovodi sporazumno finansijsko restrukturiranje ne primenjuju dosledno od strane učesnika.

Prema podacima dobijenim od Privredne komore, zaključno sa 31.07.2015. godine ukupno je podneto 37 zahteva za sporazumno finansijsko restrukturiranje. Uspešno je uz posredovanje Privredne komore zaključeno sedam sporazuma u kojima je restrukturiran nivo obaveza od EUR 23 miliona, u 4 postupka su zaključeni bilateralni sporazumi uz podršku Privredne komore, u 8 slučajeva u toku je bilo zaključivanje sporazuma (vrednost obaveza koje su predmet potencijalnog reprograma EUR 30 miliona), u 5 slučajeva poverioci su odbili da potpišu sporazum, dok je u 9 slučajeva podnosilac povukao predlog za sporazumno finansijsko restrukruriranje. Najveći broj kompanija se nalazio u oblasti metalne i elektroindustrije (12) i trgovine (10). Prosečan broj poverilaca koji su učestvovali u pregovorima se kretao od 5 do 15. Razlozi nedovoljne primene sporazuma o finansijskom restrukturiranju su:

- Nedovoljna informisanost dužnika i poverilaca o prednostima koje ovaj model restrukturiranja dugova nudi;
- Slaba proaktivnost banaka kao najvećih poverilaca korporativnog sektora;
- Interesi banaka ne moraju uvek biti u pravcu rehabilitacije poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama. Ovaj problem je pogotovo izražen u slučaju kada su potraživanja banaka adekvatno obezbeđena (likvidna obezbeđenja iz kojih je moguće naplatiti u celosti potraživanja);
- Problem uključivanja u finansijsko restrukturiranje banaka u stečaju;
- Nedostatak poverenja između učesnika;

U Tabeli 12 dat je rezime suštinskih elemenata i posledica formalnih mehanizama kojima se redefinišu dužničko-poverilački odnosi u Republici Srbiji.

Tabela 12. *Poređenje formalnih postupaka reprograma dugova u Republici Srbiji*

Kriterijum poređenja	Sporazumno finansijsko restrukturiranje	UPPR	Reorganizacija u stečaju
Učesnici	Samo poverioci koji dobrovoljno pristupaju uz minimum dve poslovne banke	Svi poverioci srazmerno visini potraživanja u okviru odgovarajućih klasa	Svi poverioci srazmerno visini potraživanju u okviru odgovarajućih klase
Iniciranje sporazuma/plana	Dužnik ili poverioci	Samo dužnik	Dužnik, poverioci, stečajni upravnik
Nametanje dogovorenih uslova otplate poveriocima koji nisu ušli u pregovore/nisu glasali za plan	Ne	Da	Da
Zabrana izvršenja i namirenja	Samo poverioci koji zaključe ugovor o mirovanju	Moguće uz prethodnu saglasnost stečajnog sudije	Da
Uloga stečajnog upravnika	Nema stečajnog upravnika	Moguće imenovanje privremenog stečajnog upravnika uz ograničenja njegovih ovlašćenja	Sva ovlašćenja stečajnog dužnika se prenose na stečajnog upravnika
Administrativni zahtevi i direktni troškovi postupka	Niski	Srednji	Visoki
Indirektni troškovi postupka	Nema	Srednji	Visoki
Specifični podsticaji za poverioce	Postoje	Postoje	Ne postoje
Posledica odustajanja od zaključivanja sporazuma/ neusvajanja plana	Nema	Nema	Bankrotstvo
Negativan uticaj na reputaciju dužnika	Ne postoji	Umeren	Visok

Izvor: Prilagođeno prema Radulović (2013: 90)

Pored efikasnog zakonskog okvira u kome treba da sprovodi reorganizacija, masovna pojava stečajeva velikih i srednjih pravnih lica zahteva i proaktivniji pristup ključnih poverilaca (banaka i države) u rešavanju nastalih problema izazvanih rastom nenaplativih kredita. Više o ovoj problematici biće u delu disertacije koji sledi.

5. MAKROEKONOMSKI PRISTUP U REŠAVANJU SISTEMSKIH KRIZA

Prema zvaničnim statistikama Narodne banke Srbije, na kraju drugog kvartala 2015. godine udeo nenaplativih kredita (u daljem tekstu „NPL kredita") u ukupnim bruto kreditima iznosio je 22,78 %, ili u apsolutnom iznosu 438,5 milijarde dinara. Počevši od 2010. godine prisutan je rastući trend NPL kredita (2010. – 16,9%, 2011. – 19%, 2012. – 18,6%, 2013. – 21,4%, 2014. – 23%). Najveći deo NPL kredita se odnosi na sektor privrede – 51%.

U narednom periodu se može očekivati proaktivnija uloga države i banaka u rešavanju NPL kredita usled pritiska Međunarodnog monetarnog fonda (eng. *International Monetary Fund*). U ovom kontekstu, u tekstu disertacije koji sledi izložiće se sledeće: uloga banaka i države u rešavanju problema NPL kredita, osnovne karakteristike sistemskih bankarskih kriza i pristupi u njihovom rešavanju, uloga specijalizovanih investitora i kompanija za preuzimanje i upravljanje imovinom u rešavanju sistemskih kriza. Na samom kraju ovog poglavlja daće se rezime ključnih problema u ovoj oblasti.

5.1. Uloga banaka u rešavanju problema NPL kredita

Na kraju drugog tromesečja 2015. godine bankarski sektor Republike Srbije činilo je 30 banaka. Banke u vlasništvu stranih lica učestvovale su u ukupnoj aktivi bankarskog sektora sa 76%, banke u vlasništvu države sa 17,6% i banke u privatnom vlasništvu domaćih lica sa 6,3%. Visoka koncentracija banaka u stranom vlasništvu je karakteristična i za druge evropske tranzicione zemlje[80]. Početkom svetske ekonomske krize javio se strah da će se banke u stranom vlasništvu povući sa tržišta Centralne i Istočne Evrope. Ovaj scenario se nije desio zahvaljujući značajnoj finansijskoj podršci međunarodnih institucija, ali i merama koje su vlade pojedinih zemalja preduzele u cilju održavanja likvidnosti i solventnosti bankarskog sistema. U poređenju sa periodom do početka svetske krize, bankarski sektor Republike Srbije nije imao značajnije smanjenje broja banaka (na kraju četvrtog kvartala 2008. godine poslovalo je 34 banaka). Ipak

[80] Prema izveštaju Evropske banke za obnovu i razvoj (*EBRD Transition Report 2014*), na kraju 2008. godine banke sa stranim vlasništvom učestvovale su u ukupnoj aktivi bankarskog sektora zemalja iz regiona sa udelom preko 83% (Albanija – 94,2%, Makedonija – 93,1%, Hrvatska – 91,2%, Bugarska – 83,9%, Rumunija – 87,9%). Prema izveštaju Raiffeisen banke (*CEE Banking Sector Report June 2015*) udeo banaka sa stranim vlasništvom u ukupnoj aktivi u 2014. godini u navedenim zemljama ostao je i dalje na visokom nivou (iznad 80%).

pod uticajem konkurencije i slabljenja pojedinih banaka čiji vlasnici posluju u zemljama koje su najviše pogođene ekonomskom krizom, na srednji rok se može očekivati smanjenje broja banaka koje posluju u Republici Srbiji.

Privatizacija banaka u Republici Srbiji i veće učešće stranih banaka doprineli su rastu profitne efikasnosti bankarskog sektora u periodu do početka svetske krize. Iako su banke sa stranim vlasništvom ostvarivale veću profitnu efikasnost, u odnosu na banke u državnom vlasništvu i vlasništvu domaćih pravnih lica, one nisu imale veću troškovnu efikasnost, Fang i dr. (2011: 511). Razlog za ovo su bila visoka ulaganja u razvoj bankarske mreže, ali i nedovoljno poznavanje lokalnih uslova privređivanja. Povećano učešće stranih banaka i velika konkurencija među njima bili su podsticaj kreditne ekspanzije u periodu pre početka svetske ekonomske krize. Ovu ekspanziju podržali su rast privredne aktivnosti i pristup povoljnim izvorima finansiranja na međubankarskom tržištu. Krajnji efekat kreditne ekspanzije bio je rast zaduženosti privrede i stanovništva, i to pre svega u stranoj valuti. Ovo se početkom svetske ekonomske krize dodatno negativno odrazilo na otplatni potencijal korisnika kredita.

Prvi efekti svetske ekonomske krize u Republici Srbiji počinju da se javljaju u trećem kvartalu 2008. godine. Krizom su najviše bila pogođena proizvodna preduzeća, gde je u prvom kvartalu 2009. godine zabeležen pad proizvodnje za petinu u odnosu na period pre početka krize, Matković i dr. (2010: 4). U 2012. godini srpska privreda ulazi u duplu recesiju kada je bruto društveni proizvod (u daljem tekstu „BDP“) smanjen za 1,5% u odnosu na prethodnu godinu. Do pada proizvodnje došlo je zbog smanjenja izvoza, pada domaće potrošnje i loše poljoprivredne sezone. Sa druge strane, pad obima proizvodnje i prodaje nije bio praćen prilagođavanjem kapaciteta i broja zaposlenih. Stanišić i dr. (2013: 154) su potvrdili na primeru srpskih kompanija da veći broj zaposlenih doprinosi većem riziku stečaja. Problem neusklađenosti obima poslovanja sa brojem zaposlenih je pogotovo bio izražen u privrednim društvima koja su privatizovana u prošlosti. Kod ovih kompanija ugovor o privatizaciji je nametao novim vlasnicima obavezu održavanja određenog broja zaposlenih u periodu od nekoliko godina nakon izvršene privatizacije.

Pod uticajem svetske ekonomske krize, srpska privreda počinje da se suočava sa privremenim gepovima u likvidnosti. Ovi gepovi su se premošćavali kratkoročnim zaduživanjem kod poslovnih banaka i odlaganjem plaćanja obaveza prema dobavljačima i državi. Visok nivo finansijskog leveridža u kombinaciji sa padom obima prodaje za posledicu je imao da sve veći broj privrednih društava više nije u stanju da izmiruje dospele obaveze. Banke su sve manje bile spremne da pružaju dodatnu podršku kompanijama za pokrivanje gepova u likvidnosti jer je bilo izvesno da se privreda neće u kratkom roku oporaviti, a svaki dodatan rizik nije bio opravdan prinosom (kompanije često nisu mogle da plaćaju ni kamatu po kreditima). Isto tako, dobavljači, pritisnuti potrebom za održavanjem sopstvene likvidnosti, su sve manje bili spremni da odlažu naplatu svojih potraživanja.

U cilju izbegavanja stečaja, menadžment i vlasnici kompanija u finansijskim teškoćama započinju pregovore sa najvećim poveriocima (pre svega bankama) oko reprograma dugova. U početnom periodu krize banke su kroz ove pregovore nastojale da privremeno odlože rešavanje problema NPL kredita i finansijski rezultat i kapital prikažu boljim nego što oni jesu. U malom broju slučajeva banke su bile spremne da oproste svojim klijentima deo potraživanja. Pored navedenog, pojedine banke su privatne pregovore koristile da dođu do obezbeđenja u vidu zaloge na imovini dužnika, i inicijalno neobezbeđene ili nedovoljno obezbeđene plasmane pretvore u plasmane koji su u celosti pokriveni vrednošću kolaterala. Ovakvo ponašanje banaka je bilo izraženo u slučaju insolventnih dužnika kod kojih se moglo očekivati da će biti otvoren stečaj. Kako su kompanije u finansijskim teškoćama i nakon okončanih privatnih pregovora ostajale sa visokim nivoom dugova, a privredna aktivnost nastavila da beleži pad, najveći broj privatnih pregovora sa bankama je doživeo neuspeh. Imajući u vidu da Zakon o stečaju ne predviđa obavezu za menadžment i vlasnike insolventnih kompanija da apliciraju za stečaj, kao i da banke nisu imale interes da pokrenu stečaj nad najvećim brojem velikih i srednjih kompanija, iste su nastavile da posluju i nakon neuspeha privatnih pregovora. Zbog činjenice da menadžment kompanija u finansijskim teškoćama nije blagovremeno potražio zaštitu korišćenjem mehanizama koje nudi stečajna reorganizacija, poslovanje ovih kompanija je dodatno bilo oslabljeno u periodu do njihovog apliciranja za stečaj. Najveće koristi od ovakve prakse imali su vlasnici i menadžment kompanija u finansijskim teškoćama, a koji su rizik nastavka poslovanja insolventnih kompanija prevalili na poverioce. Pomenuta praksa se

dodatno negativno odrazila na uspešnost usvojenih planova reorganizacije. Pored navedenog, banke su dodatan negativan uticaj od NPL kredita i odlaganja pokretanja stečaja nad insolventnim i nelikvidnim kompanijama osetile usled pada vrednosti kolaterala. Pad vrednosti kolaterala bio je uzrokovan padom tražnje na tržištu nekretnina i recesijom.

Pod pritiskom Narodne banke Srbije i eksterne revizije, poslednjih godina banke počinju sa značajnijim priznavanjem gubitaka i većim izdvajanjem rezervi na teret kapitala po osnovu NPL kredita. Sve ovo za posledicu ima pad profitne i troškovne efikasnosti banaka. Krajnji teret ovog pada efikasnosti snose kompanije koje apliciraju za kredite jer se isti odobravaju pod nepovoljnijim uslovima u odnosu na period pre početka krize, ili ne postoji spremnost banaka da ova sredstva odobre. Ovo je pogotovo izražen problem u slučaju kompanija koje su usvojile planove reorganizacije, i koje usled pogoršanja kreditnog rejtinga sve manje imaju pristup povoljnim izvorima finansiranja. Menadžment banaka se nalazi pod sve većim pritiskom od strane vlasnika kapitala da poveća naplatu NPL kredita. Zbog ove činjenice banke se sve više uključuju u tok stečajnog postupka i pregovore sa ključnim poveriocima stečajnih dužnika. Pored navedenog, banke se javljaju u ulozi članova odbora poverilaca ili drugog nadzornog tela, koje se formira shodno odredbama plana reorganizacije, i prate sprovođenje planova reorganizacije. Ovakvo ponašanje banaka, ali i drugih ključnih poverilaca kompanija u finansijskim teškoćama, može da bude generator promena postojeće prakse korporativnog upravljanja i da poveća uspešnost usvojenih planova reorganizacije u Republici Srbiji.

U cilju povećanja efikasnosti naplate NPL kredita, u aprilu 2015. godine Udruženje banaka Srbije donelo je Smernice za postupanje banaka u procesima restrukturiranja klijenata-INSOL Srbija (u daljem tekstu „smernice"). Cilj ovih smernica je unapređenje saradnje banaka u procesu restrukturiranja kredita zajedničkih klijenata koji su u finansijskim teškoćama. Ove smernice se primarno odnose na prvu fazu restrukturiranja, i ne ograničavaju pravo pojedinačne banke da koristi i druge mehanizme restrukturiranja ili likvidacije kolaterala. Polazna tačka ovih smernica su sledeći INSOL principi (eng. *INSOL Principles*):

- Period mirovanja – Uvođenje perioda mirovanja je sračunato na prikupljanje informacija o poslovanju dužnika, a koje će u kasnijem toku pregovora opredeliti uslove restrukturiranja;

- Uzdržavanje od prinudne naplate – U toku perioda mirovanja banke treba da se suzdrže od pojedinačnih akcija, a koje bi za posledicu imale umanjenje vrednosti dužnika;
- Saradnja klijenta – U toku perioda mirovanja obaveza dužnik se uzdržava od aktivnosti koje mogu da nanesu štetu bilo kojoj pojedinačnoj banci koja je uključena u pregovore. U ovom procesu sve banke imaju ravnopravan odnos;
- Koordinacija tela – U cilju povećanja efikasnosti pregovora, predlaže se formiranje jednog ili više tela koji bi imao ulogu koordinatora (tzv. koordinacioni odbor), ali i angažovanje profesionalnih savetnika koji bi pružali profesionalnu podršku koordinacionim odborima;
- Pravovremena dostupnost informacija – U toku perioda mirovanja klijent ima obavezu da svim bankama, koordinacionom odboru i savetnicima blagovremeno dostavi informacije od značaja za izbor efikasne strategije restrukturiranja dugova;
- Koherentnost pravnih dokumenata – Svi dokumenti i ugovori koji se donose/zaključuju u postupku restrukturiranja dugova moraju biti usklađeni sa postojećim zakonskim propisima Republike Srbije;
- Informisanost i poverljivost – Svi podaci koji su dostavljeni bankama, koordinacionom odboru i savetnicima se smatraju poslovnom tajnom. Ovo pravilo se ne odnosi na informacije koje su već javno raspoložive;
- Dodatno finansiranje – Uz saglasnost odbora poverilaca, banka koja je u toku perioda mirovanja finansirala kompaniju u finansijskim teškoćama ima pravo prioritetne naplate ovih potraživanja.

Proaktivniji odnos banaka u stečajnim postupcima i primena navedenih INSOL principa doprineće većem stepenu naplate NPL kredita. Ovo je od posebnog značaja jer nelikvidnost velikog broja privrednih subjekata, i dalji rast NPL kredita, mogu da dovedu do sistemskih bankarskih kriza. Više o ovome u tekstu koji sledi.

5.2. Svetske bankarske krize i pristupi u njihovom rešavanju

Stabilnost finansijskog sistema je preduslov efikasne alokacije kapitala tj. transfera finansijskih sredstava od novčano suficitarnih prema novčano deficitarnim subjektima. U širem smislu finansijska stabilnost se definiše kao stanje u kome postoji nesmetano i efikasno funkcionisanje svih segmenata finansijskog sistema (finansijskih tržišta, institucija i infrastrukture), Dumičić (2015: 3). Ova efikasnost mora biti postignuta u segmentu alokacije finansijskih resursa, praćenja izvršenja plaćanja, kao i procene i upravljanja sistemskim rizicima.

Prvu definiciju sistemskog rizika dao je Williama Clinea i vezuje se za latinoameričke dužničke krize koje su nastale početkom 80-ih godina prošlog veka, Ozgöde, 2011[81] (citirano prema: Dumičić, 2015: 3). Clinea definiše sistemski rizik kao pretnju koja može dovesti do ozbiljnih poremećaja u funkcionisanju finansijskog sistema i privrede jedne zemlje. Da bi bankarska kriza imala karakter sistemske potrebno je da budu zadovoljeni neki od dole navedenih kriterijuma (ne manje od tri):

- Potraživanja centralne banke od poslovnih banaka, uključujući i podršku trezora, premašuju 5% njihovih inostranih obaveza i udvostručuju se u odnosu na razdoblje pre početka krize;
- Bruto troškovi restrukturiranja banaka iznose ne manje od 3% bruto društvenog proizvoda;
- Prisutan rastući trend preuzimanja vlasništva nad bankama od strane države;
- Država daje značajne garancije poslovnim bankama kako bi se umirili poverioci;
- Prisutan značajan otkup imovine poslovnih banaka (ne manje od 5% BDP-a);
- Dolazi do zamrzavanja depozita, ili se uvode dani kada se ne može vršiti njihovo slobodno povlačenje, Laeven & Valencia (2012: 6).

96

[81] Ozgöde, O. (2011.). The Emergence of Systemic Financial Risk: From Structural Adjustment (Back) To Vulnerability Reduction. *Limn*, 1 (1). Dostupno na: http://www.escholarship.org/uc/item/14v247hq.

Prema podacima Međunarodnog Monetarnog Fonda, u periodu 1970. – 2011. godine identifikovano je 147 bankarskih kriza, 218 kriza kursa i 66 kriza javnog duga. U najvećem broju slučajeva bankarske krize su prethodile krizi kursa i krizi javnog duga, dok je u 45 slučajeva povećana kreditna aktivnost prethodila sistemskim bankarskim krizama. Najskuplje svetske bankarske krize u pomenutom periodu su zabeležene u: Indoneziji 1997. – troškovi 57% BDP-a; Argentini 1980. – troškovi 55% BDP-a; Islandu 2008., Jamajci 1996. i Tajlandu 1997. – troškovi 44% BDP-a; Čileu 1981. – troškovi 43% BDP-a; Irskoj 2008. – troškovi 41% BDP-a, Turskoj 2000., Koreji 1997. i Makedoniji 1993. – troškovi 32% BDP-a, Laeven & Valencia (2012: 19). Gubici u BDP-u koji nastaju kao posledica ovih kriza najveći su u razvijenim zemljama (32,9%) i ekonomijama u nastajanju (26%), dok su u zemljama u razvoju drastično manji (1,6%). Ista situacija je i sa dužinom bankarskih kriza. U razvijenim zemljama bankarske krize traju u proseku 3 godine, u ekonomijama u nastajanju 2 godine, dok u ekonomijama u razvoju 1 godinu, Laeven & Valencia (2012: 17). Duže trajanje sistemskih kriza u razvijenim zemljama se može objasniti i većim oslanjanjem poslovnih banaka na mere koje preduzimaju vlade ovih zemalja u cilju sanacije sistemskih bankarskih kriza, a što u krajnjoj meri povećava i troškove ovih kriza. Ovo može da destimuliše pojedinačne banke da se aktivno uključe u rešavanje problema NPL kredita, Claessens i dr. (2011)[82], (citirano prema: Laeven & Valencia, 2012: 18). Situacija se razlikuje kada je u pitanju udeo NPL kredita u ukupnim kreditima. U razvijenim ekonomijama udeo NPL kredita u periodu sistemskih kriza bio je 4%, u ekonomijama u nastajanju 30%, dok je u zemljama u razvoju 37,5%, Laeven & Valencia (2012: 17). Treba biti obazriv prilikom tumačenja podataka koji se tiču udela NPL kredita zbog različitih definicija koje primenjuju pojedine zemlje. Prema internoj metodologiji Narodne banke Srbije, koja je usklađena sa priručnikom Međunarodnog Monetarnog Fonda (eng. *The Financial Soundness Indicators: Compilation Guide March 2006*), pod NPL kreditima se podrazumevaju sledeća potraživanja banaka:

- Kod kojih dužnik kasni sa otplatom glavnice ili kamate 90 i više dana u odnosu na rok koji je inicijalno utvrđen[83];

[82] Claessens, S., Pazarbasioglu,C., Laeven, L., Dobler, M. & Valencia, F., (2011). Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial Crisis. *International Monetary Fund, Washington, DC.*

[83] Najveći broj zemalja koristi 90 dana docnje u otplati kao prag za klasifikaciju NPL portfolia, Cortavarria i dr. (2000: 11).

- Izvršen pripis kamate glavnom dugu u visini ne manjoj od tromesečnog iznosa obaveza, ili je ista kapitalizovana, refinansirana, ili je odloženo njeno plaćanje;
- Potraživanja od dužnika koji kasne manje od 90 dana, ali je banka procenila da je sposobnost dužnika da otplati preuzete obaveze pogoršana, kao i da naplata potraživanja u punom iznosu nije izvesna.

Praćenje NPL kredita od strane regulatora je bitno iz dva razloga: isti su pokazatelj kvaliteta bankarskog portfolia i koriste se za ocenu formiranih rezervisanja (u bilansu uspeha i na teret kapitala). Centralne banke preko kapitalne adekvatnosti mogu da ocene da li nastala kriza ima sistemski karakter i zahteva državnu intervenciju, ili se radi o krizi određenog broja banaka koja nema karakter sistemske. Na ovaj način NPL krediti služe regulatorima kao indikator potrebe za državnom intervencijom. Više o ovim oblicima intervencije biće u tekstu koji sledi.

5.3. Uloga države u rešavanju problema NPL kredita

Uloga države u rešavanju NPL kredita može da se posmatra na dva nivoa: mikro i makro. Aktivnosti koje država preduzima na nivou pojedinačne kompanije u finansijskim teškoćama su deo mikro pristupa u rešavanju problema NPL kredita. Aktivnosti koje država preduzima u cilju obezbeđivanja stabilnosti celokupnog finansijskog i privrednog sistema zemlje su sastavni deo makro pristupa u rešavanju problema NPL kredita.

Uloga države u stečajnim postupcima velikih i srednjih srpskih kompanija u finansijskim teškoćama se može opisati kao uloga pasivnog posmatrača. U cilju izbegavanja socijalnih troškova, država ostavlja ostalim poveriocima kompanije da opredele njenu sudbinu. Kada je pozicija države takva da ona opredeljuje sudbinu kompanije u finansijskim teškoćama, u toj situaciji država pretežno daje podršku podnetim planovima reorganizacije. Dodatan problem u naplati NPL kredita je slaba fiskalna disciplina. Ovo je za posledicu imalo razvoj prakse menadžmenta i vlasnika kompanija da prvo izmiruju obaveze prema bankama i dobavljačima, a na samom kraju prema zaposlenima i državi. Ovakvo ponašanje je vodilo gomilanju poreskog duga i duga za doprinose. Zbog činjenice da samo deo ovih potraživanja ima prioritetan karakter u stečaju, država najveći deo svojih potraživanja ne bi naplatila u slučaju bankrotstva

kompanija. Pasivna uloga države za posledicu ima da u malom broju kompanija u finansijskim teškoćama država stiče vlasništvo, ili se uključuje u njihov menadžment. Ako se pođe od činjenice da je u prošlosti postupak privatizacija nad državnim i društvenim kapitalom sproveden u cilju povećanja privredne efikasnosti, kao i da je upravljanje u kompanijama sa značajnijim državnim vlasništvom često politizovano i neefikasno, veće učešće države u menadžmentu i vlasništvu kompanija u finansijskim teškoćama bi moglo da ima negativan uticaj na njihovu rehabilitaciju nakon usvajanja plana reorganizacije. Ovo naravno ne opravdava pasivno ponašanje države i davanje podrške planovima reorganizacije kompanija u finansijskim teškoćama čije poslovanje nije ekonomski održivo.

Pored mogućnosti države da kroz podršku planova reorganizacije utiče na ishod stečaja velikih i srednjih kompanija u finansijskim teškoćama, ona može da pospeši rehabilitaciju ovih kompanija kroz odobravanje subvencionisanih kredita u toku stečajnog postupka i nakon što kompanija usvoji plan reorganizacije. U prošlosti ovakav vid podrške kompanija u finansijskim teškoćama je bio nedovoljan zbog visokog fiskalnog deficita. Da li će se ovakva praksa promeniti u budućnosti zavisi od prioriteta koji regulatori postavljaju, ali i pritiska koje međunarodne institucije vrše na Republiku Srbiju u delu rešavanja problema NPL kredita.

U kontekstu makro pristupa u rešavanju problema NPL kredita, aktivnosti koje država preduzima se mogu grupisati u sledeće kategorije: regulatorni otpisi dugova, merdžeri banaka podržani od strane države i direktna podrška države, Waxman (1998: 2). Regulatorni otpisi mogu da se sprovedu korišćenjem različitih tehnika otpisa i njihov krajnji teret snosi država. Stimulisanje merdžera banaka je tržišni pristup u rešavanju problema NPL kredita, i isti vodi ukrupnjavanju bankarskog tržišta. Ukrupnjavanje bankarskog tržišta može za rezultat imati visoku tržišnu koncentraciju pojedinih banaka i voditi rastu njihove tržišne moći. Zahvaljujući ovome, pojedine banke mogu da ostvaruju i veće marže kroz smanjenje kamatnih stopa na depozite i/ili povećanje kamatnih stopa na kredite, Berger i Hannan, 1998[84], citirano prema Efthyvoulou & Yildirim (2014: 12). Direktna podrška države finansijskim institucijama se razlikuje u zavisnosti od toga da li ova podrška treba da otkloni privremene gepove u likvidnosti

[84] Berger, A.N. & Hannan, T.H., (1998). The Efficiency Cost of Market Power in the Banking Industry: A Test of the ''Quiet Life'' and Related Hypotheses. *Review of Economics and Statistics*. Vol. 80, No. 3, str. 454–465.

banaka, ili smanji nivo finansijskog leveridža i prilagodi strukturu kapitala rizičnoj aktivi, Waxman (1998: 5). Najčešći vid državne podrške je direktna infuzija kapitala (eng. *open bank assistance*). Danska i Nemačka prednjače po visini pomoći koje su finansijske institucije primile od država članica Evropske unije u periodu krize, i najveći deo ove podrške je bio kroz infuziju kapitala u bankarski sistem, videti Tabelu 13.

Tabela 13. *Podrška finansijskom sistemu članica EU u periodu okt. 2008.– okt.2012.*

	Infuzija kapitala		Garancije		Mere na strani aktive		Infuzija likvidnosti		Ukupno 2008.-2012	
Članica	U milijardama EUR	% BDP iz 2011	U milijardama EUR	% BDP iz 2011	U milijardama EUR	% BDP iz 2011	U milijardama EUR	% BDP iz 2011	U milijardama EUR	% BDP iz 2011
Belgija	20,40	5,50	310,00	84,20	28,22	7,70	0,00	0,00	358,6	97,4
Bugarska	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0	0,0
Češka Republika	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0	0,0
Danska	14,55	6,10	587,90	245,70	2,30	1,00	7,88	3,30	612,6	256,1
Nemačka	114,61	4,50	455,85	17,70	66,10	2,60	9,50	0,40	646,1	25,1
Estonija	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0	0,0
Irska	90,61	57,90	386,00	247,70	54,00	34,50	40,73	26,00	571,3	365,2
Grčka	35,75	16,60	85,00	39,50	0,00	0,00	8,00	3,70	128,7	59,9
Španija	209,32	19,50	320,15	29,80	13,93	1,30	31,85	3,00	575,2	53,6
Francuska	26,65	1,30	339,80	17,00	4,70	0,20	0,00	0,00	371,1	18,6
Italija	20,00	1,30	110,00	7,00	0,00	0,00	0,00	0,00	130,0	8,2
Kipar	1,80	10,10	3,00	16,90	0,00	0,00	0,00	0,00	4,8	27,0
Letonija	0,83	4,10	5,20	25,90	0,54	2,70	2,70	13,5	9,3	46,2
Litvanija	0,58	1,90	0,29	0,90	0,58	1,90	0,00	0,00	1,4	4,7
Luksemburg	2,50	5,80	6,15	14,40	0,00	0,00	0,32	0,70	8,9	20,9
Mađarska	1,07	1,10	5,35	5,30	0,04	0,00	3,87	3,90	10,3	10,3
Malta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0	0,0
Norveška	37,64	6,30	200,00	33,2	22,79	3,80	52,90	8,80	313,3	52,0
Austrija	15,90	5,30	77,84	25,90	0,50	0,20	0,00	0,00	94,2	31,3
Poljska	33,89	9,20	33,89	9,20	0,00	0,00	0,00	0,00	67,8	18,3
Portugal	26,25	15,40	40,67	23,80	4,00	2,30	6,06	3,50	76,9	45,0
Rumunija	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,0	0,0
Slovenija	0,63	1,80	12,00	33,70	0,00	0,00	0,00	0,00	12,6	35,4
Slovačka	0,66	1,00	2,80	4,10	0,00	0,00	0,00	0,00	3,5	5,0
Finska	4,00	2,10	50,00	26,40	0,00	0,00	0,00	0,00	54,0	28,5
Švedska	5,03	1,30	156,00	40,30	0,00	0,00	0,52	0,10	161,6	41,8
Velika Britanija	114,61	6,60	458,75	26,30	248,05	14,20	51,93	3,00	873,3	50,0
Ukupno	**777,30**	**6,20**	**3.646,64**	**28,90**	**445,75**	**3,50**	**216,27**	**1,70**	**5.085,9**	**40,30**

Izvor: Facts and Figures on State Aid in the EU Member States: Autumn 2012 Update. European Commission Staff Working Document, Tabela 34, str. 30-31.

Država treba da vodi računa da svaka značajnija intervencija može biti izvor moralnog hazarda i pasivnog ponašanja banaka u rešavanju problema NPL kredita. Sa druge strane i nedovoljna aktivnost države može dodatno da produbi probleme i dovede do nastanka sistemske bankarske krize.

Postojeći nivo NPL kredita u Republici Srbiji zahteva proaktivniji pristup države u kreiranju ambijenta koji može da obezbedi održivo poslovanje banaka, ali i efikasniju superviziju njihovog poslovanja. U javnosti se često može čuti da je jedno od rešenja problema NPL kredita njihova prodaja investicionim fondovima i drugim kompanijama koje su specijalizovane za otkup ovakve aktive. Erste banka je prva prodala značajan deo svojih potraživanja po NPL kreditima češkom fondu APS u septembru 2015. godine. Sa aspekta pojedinačne banke, koja je prethodno priznala realne gubitke po osnovu NPL kredita, priliv od prodaje će imati karakter vanrednog prihoda i vodiće rastu profitne efikasnosti banke. Iz ugla države, ukoliko bi prodaja ovakve aktive vodila preuranjenoj likvidaciji kompanija u finansijskim teškoćama i prodaji njihove imovine, prodaja NPL kredita bi mogla za rezultat imati rast socijalnih troškova. Zbog ove činjenice je bitno poznavati strategiju kompanija koje se bave otkupom NPL kredita i imovine koja je obezbeđenje po tim kreditima. Više o ovoj problematici u tekstu koji sledi.

5.4. Uloga strateških investitora u rešavanju problema NPL kredita

Razvoj masovnog tržišta za otkup akcija kompanija u finansijskim teškoćama i njihove imovine vezuje se za Sjedinjene Američke Države i početak 90-tih godina XX veka. Drugi talas masovnog trgovanja akcijama američkih kompanija u finansijskim teškoćama javlja se 2005. godine. Najveći broj ovih investitora je specijalizovan za pojedine industrije i kroz otkup velikog broja kompanija u finansijskim teškoćama, i kasnijem „prepakivanjem" njihovog poslovanja, oni uspevaju da ostvare ekonomiju obima i visoke stope prinosa. Altman i Hotchkiss (2006: 189) razlikuju tri osnovna tipa strategija koje primenjuju ovi investitori:

1. Aktivni investitori koji stiču kontrolu nad kompanijom u finansijskim teškoćama;
2. Aktivni investitori koji ne stiču kontrolu nad kompanijom u finansijskim teškoćama;
3. Pasivni investitori.

Primena strategije aktivnog investitora koji stiče kontrolu pretpostavlja značajna ulaganja u kapital kompanija u finansijskim teškoćama. Ova ulaganja se najčešće realizuju otkupom dugova i njihovom kasnijom konverzijom u kapital. Ova ulaganja u slučaju američkih kompanija su bila ne manja od jedne trećine udela u kapitalu (po vrednosti udela), i jedne polovine (po broju glasova). Altman & Hotchkiss (2006: 190). Cilj ovakvih investicija je bilo sticanje kontrole nad celokupnim poslovanjem kompanije u finansijskim teškoćama. Uvođenjem boljeg menadžmenta i primenom drugih strategija restrukturiranja ovi investitori su uspevali da ostvare značajne stope prinosa na ulaganja (20-25%), Altman & Hotchkiss (2006: 190).

Aktivni investitori koji ne stiču kontrolu nad kompanijom u finansijskim teškoćama imaju manja ulaganja u ove kompanije. Ova ulaganja ne moraju da se realizuju samo kroz otkup dugova i njihovu konverziju u kapital, nego ista mogu da se ostvare kroz kreditiranje kompanija u finansijskim teškoćama nakon što je usvojen plan reorganizacije. Ovi investitori su uključeni u menadžment kompanija u finansijskim teškoćama, najčešće kroz članstvo u odboru poverilaca ili nekom drugom nadzornom telu, ali nemaju mogućnost blokiranja odluka koje donosi menadžment kompanije, niti u većoj meri utiču na izbor menadžmenta. Zahtevana stopa prinosa ovih investitora u slučaju američkih kompanija se kreće u rasponu 15-20%, Altman & Hotchkiss (2006: 191).

Pasivni investitori kupuju kompanije u finansijskim teškoćama i njihovu imovinu po značajnim diskontima (50-60%), i kasnije preprodaju ove kompanije po višoj ceni. Pasivni investitori se ne uključuju u rukovođenje kompanijom. U slučaju američkih kompanija zahtevana stopa prinosa za pasivne investitore se kreće u rasponu 12-20%, Altman i Hotchkiss (2006: 191). Ključno za uspeh ove strategije je pravilna procena hoće li kompanija nakon otkupa bankrotirati jer u tom slučaju pasivni investitori mogu da ostvare gubitak, ili značajno niže stope prinosa od zahtevanih. U ove svrhe pasivni investitori često koriste modele za predviđanje bankrotstva kao što su Z- Score, KMV, EDF i dr.

Iz napred navedenog se može zaključiti da najveća ulaganja, ali i najveći prinos, zahteva strategija aktivnog investitora koji stiče kontrolu nad poslovanjem kompanije u finansijskim teškoćama. Prednosti ove strategije se ogledaju u unapređenju mehanizama korporativnog

upravljanja u kompanijama u finansijskim teškoćama, a što je od posebnog značaja za Republiku Srbiju.

5.5. Uloga kompanija za preuzimanje i upravljanje imovinom u rešavanju NPL kredita

Kompanije za preuzimanje i upravljanje imovinom (eng. *asset management companies*) su jedan od mehanizama za rešavanje problema NPL kredita. Postoje dva tipa ovih kompanija:

- Kompanije koje su osnovane u funkciji restrukturiranja banaka i
- Kompanije koje imaju za cilj ubrzani transfer imovine.

Sistemsko restrukturiranje banaka pretpostavlja restrukturiranje bilansa stanja i bilansa uspeha većeg broja banaka. Zbog činjenice da ova mera ne uključuje pojedinačnu banku nego više njih, potrebna je koordinirana aktivnost koja se ostvaruje preko specijalizovanih kompanija. Cilj sistemskog restrukturiranja banaka je otklanjanje uzroka koji su doveli do nastanka sistemskog rizika, ali i redefinisanje strukture aktive i kapitala banaka tako da nakon okončanog restrukturiranja njihovo poslovanje bude održivo. Po završenom restrukturiranju banaka, potrebno je vratiti poverenje javnosti u stabilnost bankarskog sistema. Ovo je zajednički zadatak države i pojedinačnih banaka koje su bile obuhvaćene restrukturiranjem. Jedan od načina da se vrati poverenje javnosti u bankarski sistem je kroz davanje državnih garancija bankama nad kojima je sprovedeno restrukturiranje. U Tabeli 14 dat je pregled najpoznatijih restrukturiranja banaka koja su sprovedena na prostoru Evropske unije u periodu 2007. – 2012.

Tabela 14. *Najveća restrukturiranja banaka na prostoru EU u periodu 2007. – 2012.*

Članica	**Banka**
Austrija	BAWAG, Kommunalkredit, Volksbank
Belgija	KBC, Ethias
Belgija/Luksemburg/Norveška	Fortis Bank Belgium & Luxembourg
Danska	EIK, Amargenbanken, Max Bank, Fionia, Roskilde
Irska	Allied Irish Bank & INBS, Bank of Ireland, Quinn
Letonija	Parex
Mađarska	EHB
Nemačka	Sachsen LB, IKB, HSH Nordbank, Hypo Real Estate, Sparkasse Köln-Bonn, BayernLB, NordLB, Commerzbank
Norveška	ABN Amro/Fortis Nederlands
Portugal	BPN
Švedska	Carnegie
Velika Britanija	Northern Rock, Bradford & Bingley, Lloyds, Royal Bank of Scotland

Izvor: Facts and Figures on State Aid in the EU Member States: Autumn 2012 Update. European Commission Staff Working Document, Tabela 34, str. 41-42.

Prebacivanje imovine, koja je obezbeđenje po NPL kreditima, na specijalizovane kompanije je mehanizam koji se češće koristi u rešavanju problema NPL kredita. Prilikom prebacivanja imovine treba voditi računa o njenoj utrživosti jer prenos neutržive i specijalizovane imovine će biti prepreka za njenu dalju prodaju. Nakon što se izvrši prenos imovine, menadžment ovih kompanija preduzima mere na razvoju predmetne imovine. Cilj ovih mera je postizanje najbolje upotrebe imovine i ostvarivanje najviše cene prilikom njene prodaje. Često budući kupci ove imovine dobijaju kredite od banaka koje su inicijalno prenele imovinu na specijalizovane kompanije. Kroz ovakvo kreditiranje budućih kupaca rešava se problem NPL kredita, ali i podstiče kreditna i privredna aktivnost.

Vlasnici kompanija za preuzimanje i upravljanje imovinom mogu biti: država, privatni vlasnici ili kombinacija. Menadžment ovih kompanija može biti centralizovan i decentralizovan. Kod centralizovanog pristupa banke i dalje ostaju u vezi sa NPL kreditima, dok se u slučaju decentralizovanog pristupa ova veza gubi. Zadržavanje uticaja banaka može da umanji efikasnost preduzetih mera jer menadžment tih banaka može da nastoji da odloži rešavanje problema NPL kredita. Ovo je izražen problem u slučaju državnih banaka u kojima

pojedini klijenti i dalje vrše politički i drugi vid pritiska na menadžment banaka u pogledu sudbine kompanija čiji se plasmani restrukturiraju, odnosno imovina prenosi na specijalizovane kompanije.

Uspešna primena kompanija za preuzimanje i upravljanje imovinom, kao mehanizam za rešavanje problema NPL kredita, zahteva precizno definisanje cilja koji se postavlja pred ove kompanije. Pored navedenog, uspešnost ovih kompanija pretpostavlja ispunjenje određenih uslova kao što su: prenos samo likvidne imovine, obezbeđivanje stabilnih izvora finansiranja ovih kompanija, odsustvo političkog uticaja, dobro obučen menadžment za razvoj imovine, dobar informacioni i upravljački sistem, transparentnost procesa i operacija, i povećanje efikasnosti zakonskih mehanizama za preuzimanje i likvidaciju kolaterala, Klingebiel (2000:1). U prošlosti ove kompanije nisu bile uspešne u slučaju kada je njihov cilj bio ubrzavanje procesa restrukturiranja (osim u slučaju Švedske), dok su ispunile očekivanja u slučaju kada je njihov cilj bio brz prenos imovine (primer Sjedinjenih Američkih Država i Španije).

U Republici Srbiji nekoliko poslovnih banaka ima u svom sastavu kompanije za otkup imovine koja je obezbeđenje po NPL kreditima. Osnivači ovih kompanija su najčešće matične banke, ili neka od banaka iz grupacije. Zbog nelikvidnog tržišta nekretnina i opšteg pada poslovanja privrednih subjekata, nepokretnosti preuzete od strane ovih kompanija se prodaju više godina i uz značajan diskont u odnosu na vrednost koja se može postići u najboljoj upotrebi ove imovine. Zbog napred navedenog, ove kompanije nemaju profitabilno poslovanje. Iako banke kroz ovu strategiju rešavaju problem pritiska NPL kredita na kapital banke, na konsolidovanom nivou primena ove strategije ne vodi kreiranju vrednosti jer je dalji promet ovih nekretnina usporen. Pored navedenog, primenom ovog mehanizma mogu da se prikrivaju gubici koji su nastali u bankama. Prenosom ove imovine po visokim cenama banke i dalje mogu da prikazuju nerealan rezultat u poslovnim knjigama, i time dovode u zabludu javnost o njihovom poslovanju.

5.6. Rezime ključnih problema u rešavanju NPL kredita

Uprkos pojedinačnim intervencijama vlada i banaka zemalja Centralne i Istočne Evrope da otklone izvore sistemskog rizika i saniraju njegove negativne posledice, nivo NPL kredita je i dalje na visokom nivou. Istu sudbinu deli i Republika Srbija koja u poređenju sa zemljama bivše Jugoslavije ima najviši nivo NPL kredita, videti Tabelu 15.

Tabela 15. *NPL racio u zemljama bivše Jugoslavije u periodu 2011. – 2015.*

Zemlja/Godina	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
Crna Gora	15,5	17,6	18,4	17,2
Bosna i Hercegovina	11,8	13,5	15,1	14
Makedonija	9,5	10,1	10,9	10,8
Slovenija	11,8	15,2	13,3	11,7
Srbija	20,0	18,6	20,6	23,0
Hrvatska	12,3	13,8	15,4	16,7
Prosek	**13,5**	**14,8**	**15,6**	**15,6**

Izvor: Svetska banka

Zaključci koji su izvedeni od strane grupe međunarodnih finansijskih institucija okupljenih oko „Bečke inicijative" iz 2012. godine su da brži oporavak zemalja Centralne i Istočne Evrope zahteva značajne izmene zakonske regulative, kao i efikasnije institucije koje treba da budu nosioci reformi. Ovi zaključci se podjednako mogu primeniti i na Republiku Srbiju. Sledeći faktori usporavaju proces rešavanja problema NPL kredita:

- Nedovoljna primena i nerazvijenost vansudskih postupaka i mehanizama restrukturiranja dugova u predstečajnoj fazi;
- Primena komplikovanih procedura upisa hipoteka, nesređenost javnih registara i neažurno vođenje registara nepokretnosti;
- Neefikasni bankarski propisi i supervizija banaka;
- Skup poreski tretman i nepostojanje poreskih podsticaja za ispravke vrednosti kredita, njihov otpis i oprost u slučaju restrukturiranja dugova, ili realizacije sredstava obezbeđenja po NPL kreditima;
- Nepostojanje razvijenog tržišta za otkup NPL kredita i imovine koja služi kao sredstvo obezbeđenja po tim kreditima.

Evropska banka za obnovu i razvoj navodi i sledeće izazove/probleme za Republiku Srbiju u delu povećanja efikasnosti bankarskog sektora:

- Poslovnim bankama je potrebno obezbeđivanje dugoročnih izvora finansiranja i bolja institucionalna podrška koja će im obezbediti normalno funkcionisanje na dug rok;
- Najveći deo aktive i pasive banaka je indeksiran i denominovan u EUR i CHF. Potrebna je podrška države da se u većoj meri stimuliše konvertovanje ovih potraživanja u dinare;
- Postoji potreba za dodatnom konsolidacijom i privatizacijom bankarskog sektora, a koja bi u krajnjoj meri povećala profitnu i troškovnu efikasnost banaka.[85]

Napred navedeno ukazuje da rešavanje problema NPL kredita zahteva pojedinačnu aktivnost banaka i države, ali i koordiniciju aktivnosti drugih zemalja i stejkholdera čiji su interesi usko povezani sa tržištem Republike Srbije.

[85] Strategija za Srbiju. Evropska banka za obnovu i razvoj. Dostupno na: http://www.ebrd.com/downloads/country/strategy/serbia-strategy-serbian.pdf. [Pristupljeno 15.12.2015.]

6. EMPIRIJSKA ANALIZA UTICAJA STEČAJNE REORGANIZACIJE NA MEHANIZME KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA I OCENA USPEŠNOSTI STEČAJNE REORGANIZACIJE U REPUBLICI SRBIJI

Na osnovu kritičke analize dosadašnjih teorijskih i empirijskih saznanja, možemo doneti sledeće zaključke:

- Ne postoji jedinstvena definicija koncepta finansijskih teškoća, i pristup u definisanju ovog fenomena je određen ciljem istraživanja;
- Najveći broj istraživanja koja ispituju uticaj finansijskih teškoća na mehanizme korporativnog upravljanja je sproveden na primeru kompanija koje posluju u razvijenim zemljama sveta (prevashodno Sjedinjenim Američkim Državama i Nemačkoj). U slučaju tranzicionih evropskih zemalja ova istraživanja su ograničena na sledeće: analizu faktora koji doprinose nastupanju rizika stečaja i formulisanju modela za predviđanje stečaja, ispitivanju uticaja primenjenih zakonskih rešenja na makroekonomske indikatore, i razvoj modela za rešavanje sistemskih bankarskih kriza;
- Istraživanja iz oblasti stečaja u Republici Srbiji su orijentisana na pravni aspekt stečaja i najvećim delom su teorijske prirode. Pored navedenog, dosadašnja empirijska istraživanja iz oblasti stečaja nemaju kontinuitet u posmatranju ove pojave, niti uzimaju u obzir uticaj postojeće prakse korporativnog upravljanja i primenjenih zakonskih rešenja na ponašanje stejkholdera kompanija u finansijskim teškoćama;
- Iako je najveći broj zakonodavstva poslednjih godina reformisao stečajno zakonodavstvo po uzoru na Poglavlje 11, i dalje postoje značajne razlike u stepenu primene ovih rešenja. Ove razlike zajedno sa karakteristikama makroekonomskog okruženja opredeljuju efikasnost naplate potraživanja poverilaca u stečaju.

Napred navedeno za posledicu ima da postojeća teorijska i empirijska saznanja o uticaju finansijskih teškoća na mehanizme korporativnog upravljanja nisu zaokružena, i da postoji značajan prostor za njihovo unapređenje. U ovom kontekstu, u tekstu disertacije koji sledi definisaćemo istraživačka pitanja i hipoteze koje su polazna osnova u ispitivanju uticaja

stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja, i ocenu uspešnosti stečajne reorganizacije na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama.

6.1. Istraživačka pitanja i razvoj hipoteza

Polazeći od postojećih teorijskih saznanja i rezultata sprovedenih istraživanja, u doktorskoj disertaciji pokušaćemo da damo odgovore na sledeća pitanja:

- Da li stečajna reorganizacija ima potencijal da menja postojeće mehanizme korporativnog upravljanja u kompanijama u finansijskim teškoćama koje posluju u zemljama u tranziciji?
- Koji faktori opredeljuju uticaj stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja u kompanijama u finansijskim teškoćama u zemljama u tranziciji?
- Da li promena mehanizama korporativnog upravljanja, primenjena stečajna procedura i vreme provedeno u stečaju utiču na uspešnost usvojenih planova reorganizacije i UPPR-ova u zemljama u tranziciji?
- Da li stečajna reorganizacija ima potencijal da kreira vrednost u zemljama u tranziciji?

Napred navedena istraživačka pitanja su polazna osnova u formulisanju sledećih opštih hipoteza:

- 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.

Na osnovu napred navedenih opštih hipoteza, u radu smo formulisali sledeće pojedinačne hipoteze:

- 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 koje 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.

Empirijsko istraživanje napred navedenih odnosa će se sprovesti analizom sledećeg:

- Uticaja koji stečajna reorganizacija ima na predstečajnu vlasničku strukturu u srpskim kompanijama u finansijskim teškoćama;

- Uticaja koji stečajna reorganizacija ima na predstečajni top menadžment srpskih kompanija u finansijskim teškoćama;
- Uticaja mehanizama korporativnog upravljanja, poverilačkih organa, vremena provedenog u stečaju i primenjene stečajne procedure na uspešnost stečajne reorganizacije u Republici Srbiji.

Proučavanje napred navedenih uticaja će se sprovesti na uzorku kompanija koje su usvojile planove reorganizacije u stečaju ili UPPR u Republici Srbiji shodno odredbama Zakona o stečajnom postupku i Zakona o stečaju. U tekstu koji sledi izložiće se detalji o populaciji i dizajnu uzorka.

6.2. Definisanje populacije i uzorka

Shodno definiciji kompanije koja je data u delu 1.1. ove disertacije, analiza uticaja stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja će se sprovesti proučavanjem velikih i srednjih privrednih društava u privatnom vlasništvu organizovanih u formi akcionarskih društava ili društva sa ograničenom odgovornošću, a kod kojih je predlog za pokretanje stečaja podnet posle 01.01.2008. godine, i usvojen plan reorganizacije ili UPPR u periodu 01.01.2009. – 30.06.2015. Pomenuti period posmatranja se poklapa sa masovnim apliciranjem kompanija za stečaj koji je bio uslovljen uticajem svetske ekonomske krize na privredu Republike Srbije. Iako izvođenje opštih zaključaka o uticaju stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja zahteva praćenje ove pojave u dužem periodu (10 i više godina), analiza usvojenih planova reorganizacije za period pre 01.01.2009. se nije mogla sprovesti jer veliki broj planova reorganizacije i podataka o toku stečajnog postupka iz tog perioda nije javno raspoloživ.

Informacija o kompanijama koje su usvojile plan reorgaizacije ili UPPR shodno odredbama Zakona o stečajnom postupku i Zakona o stečaju nije javno raspoloživa, i ovaj podatak smo dobili od dvanaest Privrednih sudova u Republici Srbiji i Agencije za licenciranje stečajnih upravnika. Pored sudova koji su dostavili podatke o stečajnim predmetima u kojima je usvojen plan reorganizacije ili UPPR, četiri Privredna suda su dostavila podatak o stečajnim predmetima koji su zavedeni pod St i Reo brojem u njihovoj nadležnosti u periodu 01.01.2008.

– 30.06.2015. Na osnovu ovih podataka izvršena je provera toka stečajnog postupka preko Portala sudova, i identifikovane su kompanije koje su usvojile plan reorganizacije ili UPPR u periodu 01.01.2009. – 30.06.2015. Primenom napred navedene procedure smo došli do populacije koju čini 89 kompanija u finansijskim teškoćama koje su usvojile plan reorganizacije u stečaju ili UPPR. Zbog činjenice da za ranije stečajne predmete tok stečajnog postupka nije sadržao sve informacije, postoji rizik da nisu identifikovane sve kompanije koje su usvojile plan reorganizacije u stečaju ili UPPR u relevantnom periodu. Od ukupne populacije isključili smo 6 kompanija, 3 kompanije za koje tekst plana reorganizacije nije bio dostupan i 3 kompanije za koje nismo mogli da identifikujemo krajnjeg (ultimativnog) vlasnika. Na ovaj način smo došli do uzorka od 83 kompanije koje su bile predmet detaljne analize. U Prilogu 1 ove disertacije se mogu naći detalji za populaciju i uzorak. Napominjemo da smo korišćenjem uzorka koji je po veličini približan veličini populacije nastojali da smanjimo rizik pristrasnosti ocena koji se javlja u istraživanjima ovakvog tipa, Zmijewski (1984),[86] citirano prema Novak & Crnković (2007: 42). Zbog činjenice da je broj kompanija koji je ušao u uzorak značajno manji od onog koji je korišćen u ranijim istraživanjima, nije bilo moguće formulisati opšti model koji bi na konzistentan način opisao uticaj stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja. Shodno navedenom, opredelili smo se da istraživanje sprovedemo testiranjem hipoteza i pothipoteza koje opisuju uticaja pojedinačnih faktora na vlasništvo, menadžment i uspešnost stečajne reorganizacije. Ovakav pristup nije umanjio kvalitet istraživanja, i rezultati koji su dobijeni predstavljaju polaznu osnovu za buduće studije na ovu temu.

Prilikom definisanja finansijskih tekoća rukovodili smo se sposobnošću, odnosno nesposobnošću dužnika da izmiri obaveze prema bilo kom poveriocu o njihovom dospeću. Kod nekih dužnika ta nesposobnost se može ogledati u tehničkoj insolventnosti, obustavi plaćanja ili apliciranju za stečaj. Isti pristup u definisanju finansijskih teškoća na primeru hrvatskih privrednih društava primenili su autori Novak & Crnković (2007:43). U kontekstu tehničke definicije finansijskih teškoća, koristili smo troškove pokrića sa EBITDA, pristup razvijen od strane autora Asquith i dr. (1994: 632). Prema ovom kriterijumu, kompanija se nalazi u finansijskim teškoćama ukoliko je EBITDA manji od troškova kamata u dve uzastopne godine,

[86] Zmijewski, M.E. (1984). Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models. *Journal of Accounting Research 22 (Supplement)*, str. 59-82.

ili je u bilo kojoj godini odnos EBITDA i troškova kamata manji od 0,8. U našem uzorku 77 kompanija od ukupno 83 kompanije koliko je ušlo u uzorak, zadovoljava napred navedeni koncept finansijskih teškoća, dok je preostalih 6 kompanija obustavilo sva plaćanja u periodu dužem od 30 dana, ili je kasnilo u izmirivanju obaveza prema poveriocima duže od 45 dana, a što potvrđuje njihovu stvarnu insolventnost u momentu podnošenja predloga za pokretanje stečaja. Iako je kriterijum koji su razvili Asquith i dr. (1994) prevashodno namenjen kompanijama koje posluju u zemljama sa razvijenim tržištem kapitala, on se može primeniti i na primeru srpskih kompanija. Naime, zbog razvijene prakse odlaganja pokretanja stečaja nad srpskim kompanijama u finansijskim teškoćama, profitabilnost i solventnost ovih kompanija je bila značajno narušena nekoliko godina pre pokretanja stečaja.

Analiza uticaja stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog je uključila kompanije koje su u momentu podnošenja predloga za pokretanje stečaja bile u privatnom vlasništvu. U kontekstu ove disertacije, kompanija se nalazi u privatnom vlasništvu ukoliko je udeo države u kapitalu kompanije manji od 50%, odnosno udeo privatnih investitora ne manji od 50%. Razlog zbog koga smo koristili prag od 50% za definisanje privatnog vlasništva se ogleda u činjenici da većinsko učešće u osnovnom kapitalu društva sa ograničenom odgovornošću postoji ako jedno lice, samostalno ili sa drugim licima koja sa njim deluju zajedno, poseduje više od 50% prava glasa u konkretnom privrednom društvu, Zakon o privrednim društvima, član 62. stav 4. Lice koje poseduje samostalno ili sa povezanim licima većinsko učešće u osnovnom kapitalu društva se smatra kontrolnim članom, Zakon o privrednim društvima, član 62. stav 6. Shodno napred navedenom, učešće u kapitalu koje nije manje od 50% daje svome vlasniku mogućnost značajnog uticaja na poslovanje kompanije, odnosno nije moguće doneti odluke bez saglasnosti ovog vlasnika. Kako za najveći broj kompanija iz uzorka informacija o broju glasačkih prava nije javno raspoloživa, prilikom istraživanja korišćena je pretpostavka da između vlasničkih i glasačkih prava postoji jednakost. U slučaju akcionarskih društava, obične akcije svojim imaocima daju broj glasova koji je jednak broju akcija koje poseduju tzv. pravilo jedna akcija jedan glas, Zakon o privrednim društvima, član 251. Kada je reč o društvima sa ograničenom odgovornošću, opšte je pravilo da svaki član društva ima pravo glasa u skupštini društva srazmerno visini udela koji poseduje, osim ukoliko osnivačkim aktom nije drugačije određeno, Zakon o privrednim društvima, član 199. U praksi

se pomenuto opšte pravilo najčešće i primenjuje zbog prisutne visoke koncentracije vlasništva iza koje stoji potreba većinskog vlasnika da obezbedi potpunu kontrolu nad poslovanjem kompanije. Iz analize smo isključili državne kompanije jer su odluke o izboru menadžmenta ovih kompanija često politizovane, Arsić (2011: 76). Pored navedenog, veliki broj državnih kompanija je restrukturiran uz primenu odredbi Zakona o privatizaciji,[87] a koji primenjuje drugačija pravila za restrukturiranje kompanija u finansijskim teškoćama u odnosu na Zakon o stečaju. Pored državnih kompanija, analizom nisu bila obuhvaćena društvena preduzeća i finansijske institucije. U slučaju društvenih preduzeća titular svojine nije jasno definisan, i nije moguće sprovesti analizu uticaja stečajne reorganizacije na vlasništvo. Kada je reč o finansijskim institucijama, stečaj je regulisan posebnim zakonskim propisima i drugačija pravila se primenjuju u odnosu na stečaj privrednih društava.

Prilikom klasifikacije veličine privrednog društva rukovodili smo se podacima o veličini kompanije u godini kada je pokrenut prethodni stečajni postupak ili otvoren stečaj, a koji su bili javno raspoloživi na internet stranici Agencije za privredne registre. Finansijski podaci o poslovanju kompanija su preuzeti iz sledećih izvora: tekstovi planova reorganizacije, mišljenja eksternih revizora koji su sastavni deo planova reorganizacije ili finansijskih izveštaja, javno raspoloživi finansijski izveštaji sa internet stranice Agencije za privredne registre i elektronska baza podataka Boniteti.rs. Tekstovi planova reorganizacije preuzeti su sa internet stranice Agencije za licenciranje stečajnih upravnika, a tamo gde nisu bili javno raspoloživi iste su nam dostavili postupajuće stečajne sudije, stečajni upravnici ili menadžment kompanija. Informacije o vlasništvu i menadžmentu kompanija u finansijskim teškoćama su preuzete iz sledećih izvora: tekstova usvojenih planova reorganizacije, napomena uz finansijske izveštaje stečajnih dužnika, Centralnog registra hartija od vrednosti, odluka registratora sa internet stranice Agencije za privredne registre, kompanijskih saopštenja koja su dostupna na internet stranici Beogradske berze i elektronske baze podataka Poslovna.rs. U daljem tekstu disertacije opisaćemo vremenski horizont u kome smo pratili uticaj stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja i osnovne karakteristike ekonometrijskog modela koji je korišćen u ovoj analizi.

[87] Zakon o privatizaciji ("Sl. glasnik RS", br. 83/2014, 46/2015 i 112/2015).

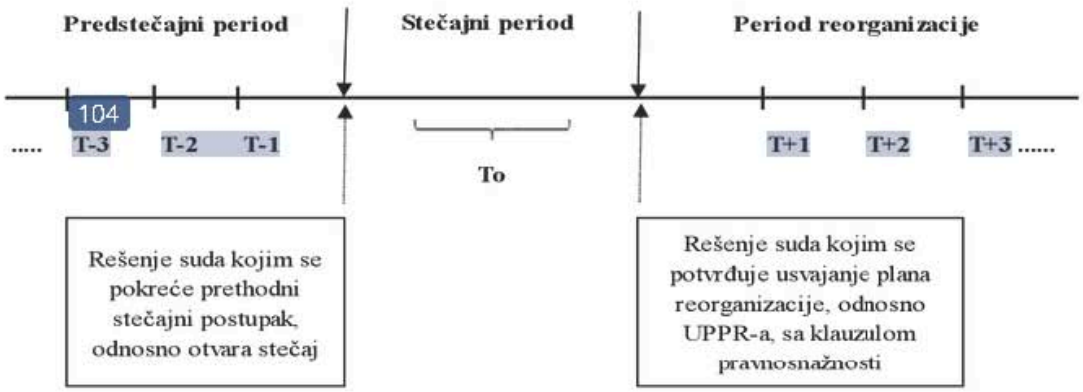
6.3. Definicija vremenskog horizonta i izbor ekonometrijskog modela

Prilikom definisanja vremenskog horizonta treba imati u vidu dva aspekta. Sa jedne strane, uticaj finansijskih teškoća na mehanizme korporativnog upravljanja je prisutan nekoliko godina pre apliciranja kompanije za stečaj i sam proces stečaja može da traje dug vremenski period. Sa druge strane, treba obuhvatiti analizom samo one promene u vlasništvu i menadžmentu koje su u neposrednoj vezi sa finansijskim teškoćama i stečajem, a isključiti promene koje su posledica dobrovoljnog izbora vlasnika i ključnog rukovodstva da napuste kompaniju i nezavisne su od stečaja. Ukoliko se analiza uticaja stečajne reorganizacije ne sprovodi anketiranjem učesnika stečaja, napred navedene aspekte je teško približiti jer precizno nije moguće utvrditi da li se radi o dobrovoljnom napuštanju kompanije, ili iza takvog napuštanja stoji uticaj stečajne reorganizacije. Iako najveći broj studija iz ove oblasti uzima u obzir period od nekoliko godina pre apliciranja kompanije za stečaj,[88] i nekoliko godina nakon usvajanja planova reorganizacije, u ovoj studiji smo razvili drugačiji pristup za praćenje uticaja stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja. Naime, u našem uzorku 62% kompanija je u momentu podnošenja predloga za pokretanje stečaja bilo organizovano u formi društva sa ograničenom odgovornošću. Ovaj vid organizovanja u kombinaciji sa visokom koncentracijom vlasništva povlači nizak stepen transparentnosti poslovanja kompanija, a zbog čega podaci o vlasničkoj i upravljačkoj strukturi i njenim promenama često nisu javno raspoloživi. Pored navedenog, tržište radne snage top menadžera u Republici Srbiji gotovo da ne postoji, ili se ono ne može uporediti sa tržištem koje je karakteristično za razvijene zemlje sveta. Usled nerazvijenog tržišta kapitala, nepostojanja tržišta radne snage top menadžera i pasivnog ponašanja ključnih poverilaca kompanija u finansijskim teškoćama, u srpskim kompanijama promene vlasnika i top menadžmenta nisu učestale, i shodno tome period posmatranja treba da bude usko definisan da bi se promene u ključnim strukturama mogle dovesti u vezu sa stečajem. Uvažavajući ovu činjenicu, analiza uticaja stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja u ovoj disertaciji je sprovedena praćenjem promena na predstečajnoj vlasničkoj i menadžerskoj strukturi koja je postojala u godini kada je pokrenut prethodni stečajni postupak, odnosno otvoren stečaj. Ova promena je praćena u periodu koji

[88] Autori Hotchkiss (1995) i Hotchkiss & Mooradian (1997) uzimaju u obzir menadžersku strukturu koja je postojala dve godine pre nastupanja finansijskih teškoća.

pokriva sam stečajni postupak (u daljem tekstu „stečajni period“) i jednu godinu neposredno nakon usvajanja plana reorganizacije ili UPPR-a (u daljem tekstu „period reorganizacije“). Pošto se delovanje stečajne reorganizacije kao eksternog mehanizma korporativnog upravljanja u Republici Srbiji prevashodno ostvaruje kroz imenovanje stečajnog upravnika, opredelili smo se da datumi rešenja kojim se pokreće prethodni stečajni postupak za ispitivanje uslova za otvaranje postupka stečaja u skladu sa UPPR-om, odnosno rešenja kojim se otvara stečaj kada se radi o klasičnom postupku reorganizacije u stečaju, istovremeno budu događaji od kada počinje da teče stečajni period. Stečajni period se završava momentom kada je sud doneo rešenje kojim se obustavlja stečajni postupak i potvrđuje usvajanje plana reorganizacije u stečaju ili UPPR-a, i ovo rešenje postane pravnosnažno. Donošenje rešenja kojim se obustavlja stečaj i potvrđuje usvojeni plan reorganizacije je potreban, ali ne i dovoljan uslov da bismo smatrali da je stečajni period okončan jer se tek od pravnosnažnosti rešenja o potvrđivanju plana stečajni postupak obustavlja i sve nadležnosti vraćaju na odgovorna lica kompanije, ili organe upravljanja koje predviđa plan reorganizacije i UPPR. Od tog momenta počinje period u kome se primenjuje usvojeni plan reorganizacije, i koji smo u ovom radu označili kao period reorganizacije. Prema mišljenju autora ove disertacije, ovako definisan vremenski horizont je usko povezan sa promenama vlasničkih i menadžerskih struktura koje su uslovljene finansijskim teškoćama i stečajem. Prikaz usvojene definicije vremenskog horizonta je dat na Slici 3.

Slika 3. Definicija vremenskog horizonta



Izvor: Prikaz autora

Prilikom istraživanja uticaja stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja koristili smo logit model, jedan od najzastupljenijih modela u istraživanjima ovog tipa, Abatecola i dr. (2011). Pored linearnog i probit modela, logit model omogućava ispitivanje ponašanja diskretnih zavisnih varijabli koje uključuju izbor između dve varijable i ne manje od jedne nezavisne varijable koja može biti kontinuelna ili diskretna (tzv. modeli binarnog izbora). Logistička regresija se može prikazati na sledeći način:

$$g(F(x)) = \ln\left(\frac{F(x)}{1-F(x)}\right) = \beta_0 + \beta_1 x, \text{ gde su:}$$

β_0 – konstanta

β_1 – parametar logističke regresije (koeficijent regresije) koji određuje stopu rasta ili opadanja logističke krive

x – nezavisna (objašnjavajuća) varijabla

F(x)- funkcija verovatnoće

Pored inverznog zapisa, koji je napred naveden, logistička regresija se može predstaviti i na sledeći način:

$$f(x) = \frac{L}{1 + e^{-k(x-x_0)}}, \text{ gde su:}$$

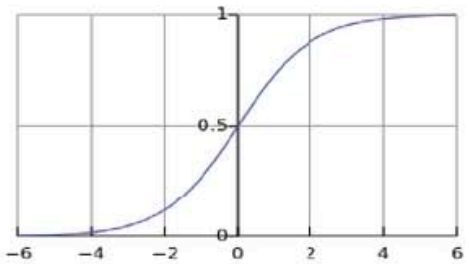
e – prirodni logaritam

L – maksimalna vrednost logaritamske krive

k – nagib logaritamske krive

Logistička kriva ima oblik slova S, videti Sliku 4.

Slika 4. Oblik standardne logističke funkcije



Prednosti logit modela se ogledaju u njegovoj jednostavnosti, kao i činjenici da se nezavisno od koeficijenta regresije i veličine nezavisnih varijabli, predviđene vrednosti zavisne varijable uvek nalaze u intervalu između 0 i 1. Primena logit modela zahteva ispunjenost sledećih pretpostavki:

- Jedinice uzorka moraju biti isključive i iscrpne;
- Uzorak mora biti dovoljno veliki (ne manji od 50);
- Zavisna varijabla mora biti diskretnog tipa, dok nezavisne varijable mogu biti diskretne ili kontinuelne;
- Jedinice u uzorku moraju biti nezavisne;
- Odsustvo multikolinearnosti, ili niska multikolinearnost, Zenzerović & Peruško (2009: 358-359).

U modelima koji su korišćeni u ovom istraživanju je identifikovana heteroskedastičnost. Prema mišljenju autora dva su osnovna izvora heteroskedastičnosti: tip korišćenih podataka i specifikacija modela. Jedinice iz uzorka nisu bile homogene, odnosno elementi iz uzorka su bili različite veličine pošto se radi o podacima preseka (podaci koji su prikupljeni u jednom trenutku vremena za različite jedinice posmatranja). U kontekstu specifikacije korišćenih modela, kako ne postoje istraživanja iz ove oblasti za tranzicione zemlje, a koja bi bila model za sprovođenje istraživanja, i veličina uzorka nedovoljna za formulisanje opšteg modela, postoji rizik da istraživanjem nisu obuhvaćene sve varijable koje mogu da utiču na pojave koje su bile predmet analize. Shodno napred navedenom, izvori heteroskedastičnost se nisu mogli otkloniti u momentu kada je sprovedeno istraživanje. Zbog činjenice da ocene standardnih grešaka u logit modelu u uslovima heteroskedastičnosti mogu biti neefikasne, rezultate koje smo dobili primenom logit modela smo proverili upotrebom OLS modela koji primenjuje standardne greške koje nisu osetljive na prisustvo heteroskedastičnosti (eng. *"Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors"*).[89] Istraživanje je sprovedeno korišćenjem statističkog paketa SPSS. Prilikom uključivanja varijabli u model primenili smo "Enter" metod koji podrazumeva uključivanje nezavisnih varijabli u model u isto vreme. U tekstu disertacije koji sledi prikazaćemo osnovne deskriptivne statistike za uzorak kompanija koji smo koristili.

[89] U radu je korišćena softverska sintaksa razvijena od strane autora Andrew F. Hayes. Ista je dostupna na internet stranici: http://afhayes.com/spss-sas-and-mplus-macros-and-code.html [Pristupljeno: 20.02.2016.].

6.4. Deskriptivne statistike

Poznavanje osnovnih karakteristika uzorka treba da omogući formulisanje pothipoteza i modela koji će se koristiti u analizi uticaja stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja. U ovom kontekstu, u delu disertacije koji sledi ukazaćemo na najbitnije karakteristike kompanija koje su ušle u uzorak.

Prema sektorskoj pripadnosti, a koja je definisana uz primenu odredbi Uredbe o klasifikaciji delatnosti Republike Srbije,[90] 49% kompanija je u momentu pokretanja prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranja stečaja pripadalo prerađivačkoj industriji, 17% građevinarstvu i 16% trgovini i popravkama motornih vozila, dok je udeo ostalih sektora u uzorku bio ispod 10%; detalji se mogu videti u Tabeli 16. Visok udeo prerađivačke industrije se može objasniti i lošim stanjem srpske privrede koji je bio uslovljen uticajem svetske ekonomske krize koja je najviše pogodila ovaj sektor.

Tabela 16. Sektorska pripadnost kompanija u uzorku

Sektorska pripadnost	**Broj kompanija**	**Udeo u %**
Prerađivačka industrija	41	49,40
Građevinarstvo	14	16,87
Trgovina na veliko i trgovina na malo; popravka motornih vozila i motocikala	13	15,66
Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	5	6,02
Poslovanje nekretninama	2	2,41
Saobraćaj i skladištenje	2	2,41
Stručne, naučne, inovacione i tehničke delatnosti	2	2,41
Informisanje i komunikacije	1	1,20
Rudarstvo	1	1,20
Snabdevanje vodom; upravljanje otpadnim vodama, kontrolisanje procesa uklanjanja otpada i slične aktivnosti	1	1,20
Ostalo štampanje	1	1,20
Ukupno	**83**	**100,00**

Izvor: Uzorak kompanija na kojima je sprovedeno istraživanje

[90] Uredba o klasifikaciji delatnosti ("Sl. glasnik RS", br. 54/2010).

U čak 30% kompanija iz uzorka prethodni stečajni postupak, odnosno stečaj je bio otvoren 2013. godine, dok je u 20% kompanija stečaj otvoren 2012. i 2014. godine. Iako je ekonomska kriza počela 2008. godine, masovna pojava stečajnih reorganizacija je usledila nekoliko godina kasnije jer su ključni stejkholderi kompanija odlagali pokretanje stečaja nad kompanijama u finansijskim teškoćama. Najveći broj kompanija iz uzorka je izašao iz stečaja usvajanjem plana reorganizacije ili UPPR-a 2013. godine (25%) i 2014. godine (31%), i ova dinamika je usaglašena sa periodom masovnih apliciranja kompanija za stečajnu reorganizaciju i prosečnim vremenom trajanja stečajnog postupka koji je u našem uzorku bio 10,2 meseci, videti Tabelu 17.

Tabela 17. Vremenska dinamika stečajnih postupaka kompanija u uzorku

Godina kada je otpočeo stečajni period	Broj kompanija	Udeo u %	Godina kada je okončan stečajni period	Broj kompanija	Udeo u %
2009	1	1,20	–	–	–
2010	9	10,84	**2010**	4	4,82
2011	13	15,66	**2011**	11	13,25
2012	17	20,48	**2012**	9	10,84
2013	25	30,12	**2013**	21	25,30
2014	16	19,28	**2014**	26	31,33
2015	2	2,41	**2015**	12	14,46
Ukupno	**83**	**100,00**		**83**	**100,00**

Izvor: Uzorak kompanija na kojima je sprovedeno istraživanje

U kontekstu korišćene stečajne procedure i osnovnih finansijskih pokazatelja, u našem uzorku 58 od 83 kompanije je podnelo UPPR, dok je preostalih 25 kompanija podnelo plan reorganizacije nakon otvaranja stečajnog postupka. Prosečan prihod kompanija koje su podnele UPPR u godini koja prethodi početku stečajnog perioda bio je 1,6 milijardi dinara, aktiva 2,8 milijardi dinara, obaveze 2,4 milijarde dinara, dok su ovi pokazatelji u slučaju kompanija koje su podnele plan reorganizacije u stečaju 1,3 milijarde dinara, 1,3 milijarde dinara i 1,1 milijarda dinara, respektivno. Napred navedene statistike se mogu objasniti i činjenicom da podnošenje predloga za pokretanje stečaja sa planom reorganizacije obezbeđuje vlasnicima kompanija i menadžmentu da zadrže značajan deo kontrole nad poslovanjem stečajnog dužnika u toku stečajnog postupka, a što nije slučaj kod klasične reorganizacije u stečaju. Ovo je dodatno stimulisalo vlasnike i menadžment kompanija da apliciraju za stečaj korišćenjem procedure UPPR-a. Kada je reč o profitabilnosti, u celom uzorku prosečna stopa prinosa na ukupno investirana sredstva (ROA) bila je negativna (-0,13). Kompanije koje su podnele UPPR su

imale lošiju ROA u poredenju sa celim uzorkom i kompanijama koje su podnele plan reorganizacije u stečaju (zabeležena negativna prosečna stopa prinosa od 0,14), videti Tablu 18. Jedna od zanimljivih statistika se tiče broja zaposlenih u kompanijama iz uzorka u godini koja prethodi stečajnom periodu. U slučaju kompanija koje su podnele UPPR prosečan broj zaposlenih u relevantnom periodu bio je 172, dok je u slučaju kompanija koje su podnele plan reorganizacije nakon otvaranja stečaja broj zaposlenih bio 251. Faktori koji najviše mogu objasniti napred navedene razlike u broju zaposlenih su sektorska pripadnost kompanije i da li je kompanija prošla kroz proces privatizacije u prošlosti. Od 25 kompanija koje su podnele plan reorganizacije u stečaju, 16 (64%) kompanija je bilo u prerađivačkoj industriji koja zapošljava veći broj zaposlenih od trgovine i usluga, i sporije prilagođava kapacitete promenama obima poslovanja. Pored navedenog, od ukupno 25 kompanija koje su podnele plan reorganizacije u stečaju njih 13 (52%) je bilo privatizovano u prošlosti. Privatizovane kompanije su bile ograničene ugovorima o privatizaciji u mogućnostima otpuštanja zaposlenih u periodu koji je preciziran navedenim ugovorom. Kada su u pitanju kompanije koje su podnele UPPR, od ukupno 58 kompanija njih 25 (43%) je bilo u prerađivačkoj industriji, dok je 28 (48%) kompanija bilo privatizovano u prošlosti. Postoje i drugi faktori koji su uticali na razlike u broju zaposlenih, ali su oni više subjektivnog karaktera, odnosno vezuju se za samu organizaciju konkretne kompanije iz uzorka i fazu životnog ciklusa, i nisu predmet razmatranja ove teze.

Tabela 18. Osnovni finansijski pokazatelji kompanija u uzorku

(Podaci u hiljadama dinara)

Posmatrana varijabla u T-1 periodu	**UPPR**		**Plan reorganizacije u stečaju**		**Podaci za ceo uzorak**	
	Arit. sredina	**Std. Devijacija**	**Arit. sredina**	**Std. devijacija**	**Arit. sredina**	**Std. Devijacija**
Ukupan prihod	1.617.224,93	2.658.377,24	1.301.225,80	3.016.833,73	1.522.044,47	2.756.350,95
Ukupna aktiva	2.786.810,83	3.238.414,98	1.312.490,12	1.021.464,30	2.342.738,33	2.838.739,31
Ukupne obaveze	2.355.613,95	2.935.278,38	1.115.945,60	925.539,09	1.982.219,87	2.562.654,48
ROA	-0,14	0,16	-0,11	0,11	-0,13	0,15
Prosečan broj zaposlenih	171,78	160,63	251,08	641,03	195,66	373,56
Broj kompanija	**58**		**25**		**83**	

Izvor: Uzorak kompanija na kojima je sprovedeno istraživanje

U našem uzorku u toku celog perioda posmatranja bila je prisutna visoka koncentracija vlasništva, ali je ona u slučaju akcionarskih društava bila na nižem nivou u poređenju sa kompanijama koje su bile organizovane u formi društva sa ograničenom odgovornošću. Udeo većinskog vlasnika (M1) u akcionarskim društvima u momentu pokretanja prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranja stečaja i u toku stečajnog perioda (T0) bio je 56%, dok je jednu godinu neposredno nakon usvajanja plana reorganizacije (T+1) iznosio 57%. U slučaju društava sa ograničenom odgovornošću udeo M1 u T0 bio je 85%, dok je u T+1 vlasnički udeo bio 81%. Vlasnički udeo drugog i trećeg vlasnika po veličini ulaganja (M2 i M3) u oba perioda posmatranja (T0 i T+1), i u oba tipa organizovanja kompanija (akcionarska društva i društva sa ograničenom odgovornošću) bio je ispod 25%, videti Tabelu 19. U gotovo 80% kompanija iz uzorka udeo većinskog vlasnika bio je 50% i više, u 10% kompanija većinski vlasnik je imao udeo u kapitalu kompanije u rasponu 25%-49%, dok je u 11% kompanija udeo većinskog vlasnika bio manji od 25%; detalji se mogu videti u Tabeli 20. Visoka koncentracija vlasništva u oba perioda posmatranja se može objasniti značajnim udelom kompanija koje su organizovane u formi društva sa ograničenom odgovornošću (62%), a za koje je karakteristično postojanje jednog vlasnika koji vrši značajan uticaj na poslovanje kompanije i njen menadžment.

Tabela 19. Koncentracija vlasništva u kompanijama iz uzorka

Organizaciona forma	Društva sa ograničenom odgovornošću				Akcionarska društva				Ceo uzorak			
Udeo vlasnika	Min	Max	Arit. sredina	Std. Devijacija	Min	Max	Arit. sredina	Std. Devijacija	Min	Max	Arit. sredina	Std. devijacija
M1 u T0	0,35	1,00	0,85	0,21	0,14	0,98	0,56	0,28	0,14	1,00	0,74	0,28
M2 u T0	0,00	0,50	0,12	0,18	0,00	0,30	0,12	0,08	0,00	0,50	0,12	0,15
M3 u T0	0,00	0,20	0,01	0,04	0,00	0,23	0,08	0,08	0,00	0,23	0,04	0,06
M1 u T+1	0,12	1,00	0,81	0,26	0,00	1,00	0,57	0,31	0,00	1,00	0,72	0,30
M2 u T+1	0,00	0,50	0,12	0,17	0,00	0,33	0,12	0,10	0,00	0,50	0,12	0,15
M3 u T+1	0,00	0,96	0,04	0,14	0,00	0,25	0,06	0,07	0,00	0,96	0,05	0,12
Broj kompanija	52				31				83			

Izvor: Uzorak kompanija na kojima je sprovedeno istraživanje

Tabela 20. Struktura udela većinskog vlasnika kompanija iz uzorka

Vlasnički udeo	Broj kompanija	Udeo u %
< 25%	9	10,84
25% - 49%	8	9,64
≥ 50%	66	79,52
Ukupno	**83**	**100,00**

Izvor: Uzorak kompanija na kojima je sprovedeno istraživanje

Kada je reč o tipu vlasništva, posmatrali smo četiri tipa investitora: fizička lica, pravna lica, banke i državu. Najznačajniji udeo u kapitalu kompanija u oba perioda posmatranja imala su fizička i pravna lica (udeo fizičkih lica u T0 je bio 54%, a u T+1 48%; udeo pravnih lica u T0 je bio 45%, dok je u T+1 iznosio 47%). U oba perioda posmatranja, vlasnički udeo banaka i države nije bio materijalno značajan (banke – 1% u T0 i T+1; država – 1% u T0 i 5% u T+1); detalji se mogu videti u Tabeli 21. Pad udela fizičkih lica u kapitalu kompanija u periodu T+1 se najvećim delom duguje konverziji duga u kapital, a koja je sprovedena kao jedna od mera reorganizacije.

Tabela 21. Struktura vlasništva kompanija iz uzorka

Tip investitora	Min	Max	Arit. sredina	Std. devijacija
Period T0				
Fizička lica	0,00	1,00	0,54	0,44
Pravna lica	0,00	1,00	0,45	0,44
Država	0,00	0,34	0,01	0,05
Banke	0,00	0,23	0,01	0,03
Period T+1				
Fizička lica	0,00	1,00	0,48	0,44
Pravna lica	0,00	1,00	0,47	0,44
Država	0,00	1,00	0,05	0,17
Banke	0,00	0,26	0,01	0,05

Izvor: Uzorak kompanija na kojima je sprovedeno istraživanje

Veliki broj kompanija iz uzorka je imao piramidalnu strukturu vlasništva (57%), dok je unakrsno vlasništvo bilo manje zastupljeno (udeo ispod 10%); za detalje videti u Tabeli 22.

Tabela 22. Složenost strukture vlasništva u kompanijama iz uzorka

Tip strukture vlasništva	Broj kompanija	Udeo u %
Period T0		
Piramidalna	47	56,63
Unakrsna	4	4,82
Period T+1		
Piramidalna	47	56,63
Unakrsna	8	9,64

Izvor: Uzorak kompanija na kojima je sprovedeno istraživanje

Kada je reč o uticaju stečajne reorganizacije na interne mehanizme korporativnog upravljanja, u 32 (38%) kompanije je došlo do promene top menadžmenta koji nije imao vlasnički udeo u kompaniji u momentu pokretanja prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranja stečaja. Ove promene ključnog menadžmenta su se javile istim intenzitetom u T0 i T+1. Promene top menadžmenta su bile učestalije u kompanijama koje su podnele UPPR u odnosu na kompanije koje su podnele plan reorganizacije u stečaju. U 17 kompanija koje su podnele UPPR bila je prisutna promena top menadžmenta, dok je u slučaju kompanija koje su podnele plan reorganizacije u stečaju promena top menadžmenta zabeležena u 15 kompanija; detalji se mogu videti u Tabeli 23. Promene vlasničkih struktura su bile prisutne u 18 (22%) kompanija, i ove promene su se desile neposredno po usvajanju plana reorganizacije tj. T+1. Promene top menadžerskih struktura su bile učestalije u kompanijama koje su organizovane u formi društava sa ograničenom odgovornošću u odnosu na akcionarska društva (53% u poređenju sa 47%), a što se može dovesti u vezu sa većom koncentracijom vlasništva. Sa druge strane, promene vlasničkih struktura su bile prisutnije u slučaju kompanija koje su organizovane u formi akcionarskih društava u odnosu na kompanije koje su bile organizovane u formi društva sa ograničenom odgovornošću (56% u poređenju sa 44%), a što se takođe može pripisati većoj koncentraciji vlasništva koja je prisutna u društvima sa ograničenom odgovornošću i koja daje veću pregovaračku moć vlasnicima kapitala u toku stečajnog postupka; detalji se mogu videti u Tabeli 24. Pored navedenog, u 6 kompanija od ukupno 18 u kojima je bila prisutna promena vlasničke strukture, vlasnici kompanija ili članovi njihovih porodica su bili uključeni u upravljanje kompanijom u predstečajnom periodu, dok se u 12 kompanija nisu nalazili na ključnim upravljačkim funkcijama.

Tabela 23. Struktura promena internih mehanizama korporativnog upravljanja u odnosu na primenjenu stečajnu proceduru kompanija iz uzorka

Opis varijable	Plan reorganizacije u stečaju		UPPR		Ukupno	
	Broj kompanija	Udeo u %	Broj kompanija	Udeo u %	Broj kompanija	Udeo u %
Promenjena struktura top menadžmenta u T0 ili T+1	15	46,88	17	53,13	32	100,00
Struktura top menadžmenta ostala nepromenjena u T0 ili T+1	10	19,61	41	80,39	51	100,00
Promenjena vlasnička struktura u T0 ili T+1	11	61,11	7	38,89	18	100,00
Vlasnička struktura ostala nepromenjena u T0 ili T+1	14	21,54	51	78,46	65	100,00

Izvor: Uzorak kompanija na kojima je sprovedeno istraživanje

Tabela 24. Struktura promena internih mehanizama korporativnog upravljanja u odnosu na organizacionu formu kompanija iz uzorka

Opis varijable	Akcionarska društva		Društva sa ograničenom odgovornošću		Ukupno	
	Broj kompanija	Udeo u %	Broj kompanija	Udeo u %	Broj kompanija	Udeo u %
Promenjena struktura top menadžmenta u T0 ili T+1	15	46,88	17	53,13	32	100,00
Struktura top menadžmenta ostala nepromenjena u T0 ili T+1	16	31,37	35	68,63	51	100,00
Promenjena vlasnička struktura u T0 ili T+1	10	55,56	8	44,44	18	100,00
Vlasnička struktura ostala nepromenjena u T0 ili T+1	21	32,31	44	67,69	65	100,00

Izvor: Uzorak kompanija na kojima je sprovedeno istraživanje

U našem uzorku, nad 21 (25%) kompanijom je ponovo otvoren stečaj nakon usvojenog plana reorganizacije ili UPPR-a, dok je preostalih 62 (75%) kompanije još uvek u procesu reorganizacije. Prosečno vreme koje protekne do ponovnog apliciranja kompanije za stečaj je 33 meseca. Kompanije koje nisu ponovo aplicirale za stečaj su većim delom zadržale predstečajnu menadžersku strukturu, i predstečajni vlasnici su i dalje ostali na ključnim upravljačkim pozicijama u T+1; detalji se mogu videti u Tabeli 25. Ovakvi rezultati se mogu objasniti velikom zavisnošću kompanija od postojećih vlasničkih i menadžerskih struktura, a iza koje stoji nizak stepen zainteresovanosti ključnih poverilaca da se uključe u menadžment i vlasništvo kompanija u finansijskim teškoćama, kao i nepostojanje tržišta za promet akcijama i udelima ovih kompanija. Pored navedenog, među kompanijama koje nisu ponovo aplicirale

za stečaj bilo je više onih koje su podnele UPPR prilikom inicijalnog apliciranja za stečaj u odnosu na kompanije koje su podnele plan reorganizacije nakon otvaranja stečaja. Procedura UPPR prouzrokuje manje indirektne troškove stečaja, a što ima pozitivan uticaj na vrednost kompanija nakon izlaska iz stečaja, i može pozitivno da utiče na uspešnost usvojenih planova reorganizacije.

Kada je reč o eksternim mehanizmima korporativnog upravljanja, u radu smo razmatrali uticaj odbora poverilaca ili drugog poverilačkog tela koje je imenovano nakon usvajanja plana reorganizacije, a čiji je osnovni zadatak da vrši nadzor nad sprovođenjem usvojenog plana reorganizacije i UPPR-a. Na osnovu deskriptivnih statistika koje su prikazane u Tabeli 25, može se izvući opšti zaključak da je uspešnost usvojenih planova reorganizacije veća u slučaju kompanija u kojima nije formiran odbor poverilaca ili neki drugi poverilački organ. Ovo se može dovesti u vezu sa pasivnim ponašanjem poverilaca, odnosno njihovom slabom zainteresovanošću da se efektivno uključe u nadzor kompanija čije su planove reorganizacije i UPPR-ove podržali, ali i efikasnošću ovih organa kada je broj poverilaca koji ih čine veliki.

Tabela 25. Uspešnost stečajne reorganizacije

Opis varijable	**Kompanija ponovo aplicirala za stečaj**		**Kompanija u procesu reorganizacije**		**Ukupno**	
	Br. kompanija	**Udeo u %**	**Br. kompanija**	**Udeo u %**	**Br. kompanija**	**Udeo u %**
Promenjena struktura predstečajnog top menadžmenta u T0 i T+1	9	28,13	23	71,88	32	100,00
Predstečajna struktura top menadžmenta ostala nepromenjena u T0 i T+1	12	23,53	39	76,47	51	100,00
Predstečajni vlasnici uključeni u menadžment kompanije u T+1	10	22,73	34	77,27	44	100,00
Predstečajni vlasnici nisu uključeni u menadžment kompanije u T+1	11	28,21	28	71,79	39	100,00
Korišćena procedura UPPR-a	13	22,41	45	77,59	58	100,00
Korišćena klasična procedura stečajne reorganizacije	8	32,00	17	68,00	25	100,00
Frmiran poverilački organ u T+1	11	30,56	25	69,44	36	100,00
Nije formiran poverilački organ u T+1	10	21,28	37	78,72	47	100,00
Prosečan broj meseci do ponovnog apliciranja za stečaj		32,73		–		–
Ukupan br. kompanija	**21**	**25,30**	**62**	**74,70**	**83**	**100,00**

Izvor: Uzorak kompanija na kojima je sprovedeno istraživanje

Izvođenje opštih zaključaka o uticaju stečajne reorganizacije na predstečajnu vlasničku i menadžersku strukturu, i ocena uspešnosti stečajne reorganizacije zahteva detaljnu empirijsku analizu koja će biti izložena u tekstu disertacije koji sledi.

6.5. Analiza uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu srpskih kompanija

Polazeći od istraživanja autora Köke (2001) i Heiss & Köke (2004), i deskriptivnih statistika za naš uzorak, formulisali smo tri pothipoteze koje dovode u vezu promenu predstečajne vlasničke strukture sa sledećim faktorima: veličinom kompanije, složenošću strukture vlasništva, koncentracijom vlasništva, uključenošću vlasnika u menadžment kompanija, finansijskim leveridžom i performansama kompanije. Uvažavajući činjenicu da primena različitih stečajnih procedura i vreme provedeno u stečaju mogu da utiču na pregovaračku snagu vlasnika tokom stečajnog postupka i mogućnost istih da zadrže vlasnički udeo i kontrolu nad poslovanjem kompanije, formulisali smo pothipotezu koja opisuje vezu između uticaja vremena provedenog u stečaju i primenjene procedure stečaja na vlasničku strukturu kompanija u finansijskim teškoćama. Shodno navedenom, sledeće pothipoteze su formulisane u ovom istraživanju:

Pothipoteza 1 – Promene predstečajne vlasničke strukture su manje prisutne u većim kompanijama, i kompanijama koje imaju složenu vlasničku strukturu.

Pothipoteza 2 – Promene predstečajne vlasničke strukture su manje učestale u kompanijama u kojima je prisutna visoka koncentracija vlasništva, i kompanijama koje imaju kontrolnog (ultimativnog) vlasnika. Pored navedenog, uključenost vlasnika u upravljanje kompanijom u predstečajnom periodu smanjuje verovatnoću promene vlasničke strukture.

Pothipoteza 3 – Promene predstečajne vlasničke strukture su učestalije u kompanijama koje su pre pokretanja prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranja stečaja imale slabije finansijske performanse i viši nivo finansijskog leveridža.

Pothipoteza 4 – Promene u predstečajnoj vlasničkoj strukturi se manje učestale u kompanijama koje podnesu predlog za pokretanje stečaja sa planom reorganizacije tj. kompanijama koje koriste proceduru UPPR-a, kao i kompanijama koje provedu kraće vreme u stečaju.

6.5.1. Definicija varijabli u analizi uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu

Ispitivanje odnosa koji su navedeni u pothipotezama 1,2,3 i 4 je sprovedeno uvođenjem u istraživanje jedne zavisne varijable i četiri grupe nezavisnih varijabli.

Zavisna varijabla

Promena predstečajne vlasničke strukture – Imajući u vidu karakteristike pojave koja se ispituje, u istraživanje smo uveli jednu zavisnu varijablu OWN CHANGE koja uzima sledeće vrednosti: 1 ukoliko je predstečajna vlasnička struktura kompanije promenjena u periodu T0 ili T+1; vrednost 0 ukoliko je predstečajna vlasnička struktura ostala nepromenjena u T0 i T+1. Situacije u kojima je predstečajni vlasnik preminuo smo tretirali kao da nije došlo do promene vlasničke strukture, odnosno zavisnoj varijabli smo dodelili vrednost 0.

U kontekstu ove disertacije, smatraće se da je do promene predstečajne vlasničke strukture došlo ukoliko je nastupio jedan od dole navedenih događaja:

- Predstečajna vlasnička struktura je u potpunosti promenjena tj. vlasnici koji su imali vlasnički udeo u kompaniji u momentu pokretanja prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranja stečaja nisu zadržali svoj udeo u kapitalu kompanije u periodu T0 i T+1;
- Predstečajni vlasnik kapitala sa udelom ne manjim od 10% nije zadržao vlasnički udeo u kapitalu kompanije, ili je taj udeo manji od 10% u periodu T0 i T+1;
- Novi vlasnik kapitala je stekao pojedinačni udeo u kompaniji koji nije manji od 10% u periodu T0 i T+1.

Posmatrane su sledeće promene na predstečajnoj vlasničkoj strukturi: 1) prodaja udela i akcija; 2) konverzija duga u kapital od strane postojećih poverilaca; 3) ulazak strateških investitora, i 4) raskid ugovora o privatizaciji i preuzimanje kontrolnog udela u kapitalu kompanije od strane države (Akcijskog fonda Republike Srbije). U našem uzorku su promene u vlasničkim strukturama najčešće nastale kao posledica konverzije duga u kapital koja je realizovana u T+1 periodu, u čak 67% kompanija vlasnička struktura je promenjena konverzijom duga u kapital. Za potrebe ovog istraživanja, u slučaju 2 kompanije za koje je

planom reorganizacije predviđena konverzija duga u kapital, sa precizno definisanim procentualnim učešćem kapitala koji stiču poverioci kompanije po usvajanju plana reorganizacije i UPPR-a, smatrali smo da je konverzija duga u kapital izvršena, iako iz tehničkih razloga ona nije bila sprovedena u periodu koji je obuhvaćen ovom analizom. U 11% kompanija došlo je do raskida ugovora o privatizaciji i preuzimanja vlasništva od strane Akcijskog fonda Republike Srbije, dok je u preostalih 22% kompanija postojeći vlasnik prodao udeo u kompaniji ili je strateški investitor izvršio ulaganje koje je konvertovano u kapital nakon usvajanja plana reorganizacije.

Prilikom analize uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu, opredelili smo se da posmatramo vlasnike koji imaju udeo u kapitalu kompanije koji nije manji od 10%. Razlog ovakvog pristupa se ogleda u činjenici da je 62% kompanija iz uzorka organizovano u formi društva sa ograničenom odgovornošću. U Zakonu o privrednim društvima u članu 205. se navodi da članovi društva koji poseduju ili zastupaju najmanje 10% udela u osnovnom kapitalu društva mogu putem pisanog obaveštenja zahtevati stavljanje dodatnih tačaka na dnevni red sednice članova društva. Napred navedeno zakonsko pravo daje mogućnost ovim vlasnicima da utiču na odluke koje će se donositi nakon usvajanja plana reorganizacije, pa samim tim i potencijalni investitori će imati interes da steknu udeo u kapitalu kompanije koji nije manji od 10%. U slučaju akcionarskih društava ovaj udeo akcionara mora biti ne manji od 5%.

Nezavisne varijable

U cilju istraživanja uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu, koristili smo sledeće objašnjavajuće varijable:

- Varijable koje opisuju uticaj veličine kompanije i složenost vlasničke strukture;
- Varijable koje opisuju uticaj koncentracije vlasništva, postojanja konačnog (ultimativnog) vlasnika, i uključenost vlasnika u upravljanje kompanijom;
- Varijable koje opisuju uticaj finansijskih performansi i nivoa finansijskog leveridža;
- Varijable koje opisuju uticaj primenjene stečajne procedure i vremena provedenog u stečaju.

Prva grupa nezavisnih varijabli

Veličina kompanije – Manje američke kompanije su bile češće predmet akvizicija 80-ih godina XX veka u poređenju sa većim kompanijama, Boone & Mulherin (2000: 7). Ovakvi rezultati se mogu objasniti višim agencijskim troškovima koji su prisutni u većim kompanijama. U kontekstu Republike Srbije, možemo očekivati da će zainteresovanost postojećih poverilaca za konverziju duga u kapital biti manja u većim kompanijama jer bi sticanje učešća u većim kompanijama zahtevalo od poverilaca da ulože više vremena i sredstava u cilju vršenja kontrole poslovanja ovih kompanija. Kada je reč o potencijalnim investitorima, novi vlasnik da bi stekao kontrolu nad većom kompanijom mora da izvši veća ulaganja, a koja u Republici Srbiji ne moraju biti praćena ostvarivanjem zadovoljavajuće stope prinosa. Imajući u vidu navedene argumente, možemo očekivati da će promene predstečajne vlasničke strukture biti manje učestale u većim srpskim kompanijama koje su usvojile planove reorganizacije u stečaju ili UPPR. U cilju analize uticaja veličine kompanije na vlasničku strukturu, uveli smo dve numeričke varijable, logaritam vrednosti imovine i prihoda kompanije – Log(AT) i Log(S). Kao i u slučaju ostalih finansijskih indikatora čiji se uticaj razmatra u ovoj disertaciji, prilikom njihovog obračuna koristili smo knjigovodstvene vrednosti za kalendarsku godinu koja prethodi pokretanju prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranju stečaja (T-1). Radi se o varijablama za veličinu kompanije koje se najčešće koriste u istraživanjima ovakvog tipa.

Kompleksnost vlasničke strukture – U ovoj disertaciji smo se rukovodili pretpostavkom da između veličine kompanije i složenosti vlasničke strukture postoji pozitivna korelacija, odnosno da su kompleksne vlasničke strukture češće prisutne u velikim kompanijama. Autori Köke (2001) i Heiss & Köke (2004) su na primeru nemačkih kompanija utvrdili da su promene vlasničkih struktura manje učestale u kompanijama koje imaju složenu vlasničku strukturu jer u ovim kompanijama preuzimanje kontrole od strane potencijalnih investitora može zahtevati značajna ulaganja u kapital kompanije. Sticanje značajnog vlasničkog udela u srpskim kompanijama u finansijskim teškoćama je praćeno visokim investicionim rizikom, a što dodatno destimuliše potencijalne investitore da ulažu kapital u kompanije u finansijskim teškoćama sa složenom vlasničkom strukturom. Shodno navedenom, možemo očekivati da će promene predstečajne vlasničke strukture biti manje zastupljene u srpskim kompanijama koje

su u momentu otvaranja stečaja, odnosno pokretanja prethodnog stečajnog postupka, imale složenu vlasničku strukturu. Napred pomenuti autori su kompleksnost vlasničke strukture pratili kroz postojanje unakrsnog i piramidalnog vlasništva. Zbog činjenice da je unakrsno vlasništvo bilo prisutno u manje od 10% kompanija iz našeg uzorka, mi smo posmatrali samo uticaj piramidalnog vlasništva na predstečajnu vlasničku strukturu. Da bi smo ovaj uticaj analizirali, uveli smo veštačku varijablu PYRAMID koja uzima sledeće vrednosti: 1 u slučaju da je u kompaniji u finansijskim teškoćama bila prisutna piramidalna struktura u momentu pokretanja prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranja stečaja; vrednost 0 ukoliko nije bila prisutna piramidalna struktura u relevantnom periodu.

Druga grupa nezavisnih varijabli

Koncentracija vlasništva – Köke (2001) i Heiss & Köke (2004) su utvrdili da su promene vlasničkih struktura manje prisutne u kompanijama u kojima je koncentracija vlasništva bila visoka. U kontekstu srpskih kompanija u finansijskim teškoćama, iza veće koncentracije vlasništva često stoji zavisnost poslovanja kompanije od većinskog vlasnika, i njegovo istupanje iz vlasništva bi moglo da ugrozi realizaciju usvojenih planova reorganizacije. Shodno navedenom, poverioci mogu imati interes da zadrže predstečajne vlasnike kompanija u finansijskim teškoćama. Isto tako, veća koncentracija vlasništva za posledicu ima da potencijalni investitori koji žele preuzeti kontrolu nad kompanijom moraju steći veći udeo u njenom kapitalu, a što povlači i veći investicioni rizik. Imajući u vidu napred navedeno, možemo očekivati da će u srpskim kompanijama koje su usvojile plan reorganizacije ili UPPR promene predstečajne vlasničke strukture biti manje prisutne ukoliko je u momentu pokretanja prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranja stečaja kompanija imala veću koncentraciju vlasništva. Zbog činjenice da za većinu kompanija iz uzorka nije bilo moguće utvrditi Herfindahl indeks, mi smo se opredelili da koncentraciju vlasništva merimo preko udela većinskog vlasnika u momentu pokretanja prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranja stečaja (M1). U ovom kontekstu uveli smo varijablu Log(1+M1) koja predstavlja logaritam od zbira vrednosti 1 i M1.

Postojanja konačnog (ultimativnog) vlasnika – Heiss & Köke (2004: 192) su utvrdili da su promene vlasničkih struktura manje prisutne u kompanijama koje imaju ultimativnog vlasnika. Napred pomenuti autori konačnog vlasnika identifikuju primenom sledeća tri pravila:

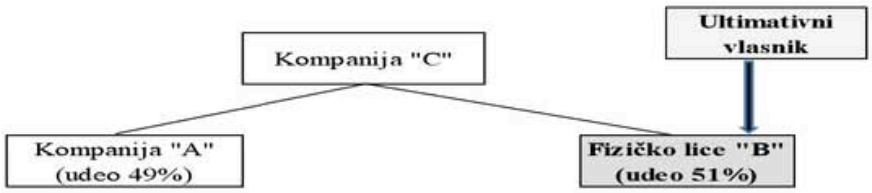
Pravilo 1 – Pravilo jakog vlasništva (eng. *Strong Ownership Rule*): Lanac kontrole se prati, odnosno pomera na sledeći nivo, ukoliko najveći vlasnik poseduje 50% i više glasačkih prava u kompaniji, a svi ostali vlasnici poseduju manje od 50%.

Pravilo 2 – Pravilo slabog vlasništva (eng. *Weak Ownership Rule*): Ukoliko se pravilo 1 ne može primeniti, lanac kontrole se prati, odnosno pomera na sledeći nivo ukoliko najveći vlasnik poseduje 25% i više glasačkih prava u kompaniji, a svi ostali vlasnici poseduju manje od 25%.

Pravilo 3 – Pravilo obustave praćenja lanca kontrole (eng. *Stop Rule*): Ukoliko se pravila 1 i 2 ne mogu primeniti, obustavlja se praćenje lanca kontrole i pretpostavlja da kompanija nema ultimativnog vlasnika, odnosno da je prisutna disperzija vlasništva.

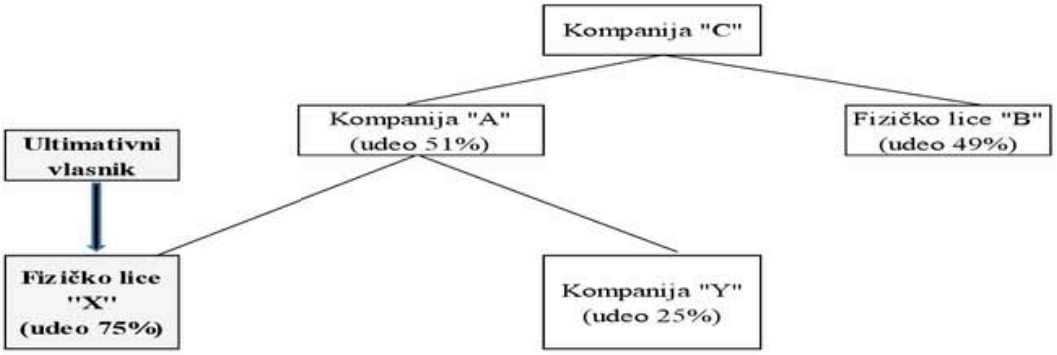
U slučaju postojanja piramidalnog vlasništva, prilikom utvrđivanja udela vlasnika koristili smo pravilo "weakest link" koje pretpostavlja da ukoliko se u ulozi vlasnika kompanije "C" javi pravno lice "A" koje ima udeo x u ovoj kompaniji, a vlasnik kompanije "A" je fizičko lice "B" koje ima udeo y u kompaniji "A", onda vlasnik "B" ima indirektno učešće u kapitalu kompanije "C" čija je visina jednaka manjoj vrednosti od x i y. Ukoliko jedan vlasnik ima direktno i indirektno vlasništvo u kompaniji, ove udele smo sabirali. Primenom napred navedenih pravila izbegli smo dupliranje učešća pojedinačnog vlasnika koja se može javiti u slučaju složenih vlasničkih struktura. Navodimo sledeće primere koji treba da omoguće razumevanje napred navedenih pravila:

Primer 1:



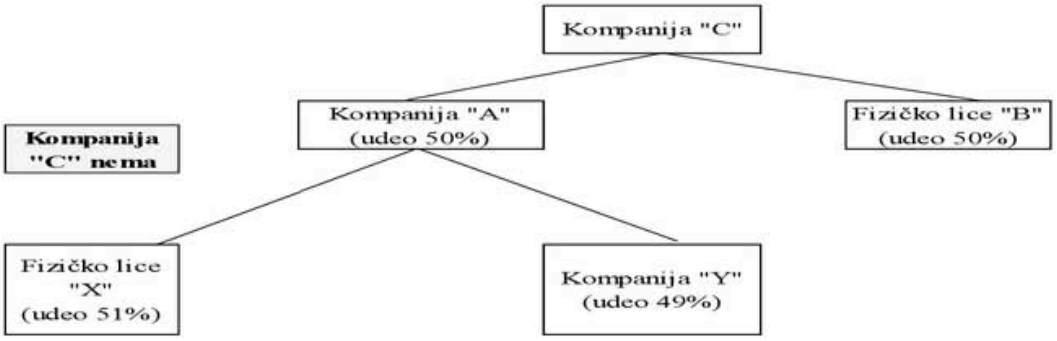
Visina udela ultimativnog vlasnika (fizičkog lica"X") u kapitalu kompanije "C" je 51%.

Primer 2:



Visina udela ultimativnog vlasnika (fizičkog lica"X") u kapitalu kompanije "C" je 51%.

Primer 3:



Ne postoji ultimativni vlasnik kompanije "C".

Naglašavamo da su pravila za utvrđivanje ultimativnog vlasnika usaglašena sa metodologijom koju je OECD koristio prilikom proučavanja koncentracije vlasništva na primeru kompanija koje se ne kotiraju na berzi i posluju u zemljama u razvoju.[91] Shodno ovoj metodologiji, vlasnici kapitala koji imaju 25% i više glasačkih prava se smatraju ultimativnim vlasnikom kompanije. Ovo dodatno opravdava primenu pravila koja su razvijena od strane autora Heiss & Köke (2004) na primeru srpskih kompanija.

U kontekstu Republike Srbije gde postoji visoka koncentracija vlasništva koja je često praćena uključivanjem vlasnika u upravljanje kompanijom, stvara se i visoka zavisnost poslovanja kompanije od većinskih vlasnika, a koji su često i ultimativni vlasnici kompanije. Shodno napred navedenom, možemo očekivati da će promena predstečajnih vlasničkih struktura biti manje zastupljene u uslovima postojanja konačnog vlasnika. U cilju analize uticaja postojanja ultimativnog vlasnika kompanije na predstečajnu vlasničku strukturu, u istraživanju smo uveli veštačku varijablu CONTROL koja uzima sledeće dve vrednosti: 1 u slučaju da na osnovu primene pravila 1 i 2, koja su razvijena od strane autora autora Heiss & Köke (2004), postoji ultimativni vlasnik kompanije; vrednost 0 u slučaju da ne postoji ultimativni vlasnik kompanije na osnovu primene pravila 3 u momentu pokretanja prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranja stečaja.

Uključenost vlasnika u upravljanje – U uslovima postojanja visoke koncentracije vlasništva, nerazvijenog tržišta kapitala i pasivnog ponašanja ključnih poverilaca kompanija, uključivanje vlasnika u menadžment može da bude supstitut za slabo dejstvo eksternih mehanizama korporativnog upravljanja. Vlasnici koji su bili uključeni u upravljanje srpskim kompanijama u finansijskim teškoćama, zahvaljujući dobrom poznavanju poslovanja ovih kompanija, a često i političkom uticaju koji imaju na učesnike stečaja, uspevaju da obezbede sigurnost svog vlasničkog udela i upravljačkih pozicija u toku stečajnog postupka i nakon usvajanja plana reorganizacije. Deskriptivne statistike potvrđuju ovu konstataciju. U cilju ispitivanja napred navedene pretpostavke, u istraživanje smo uveli veštačku varijablu OWN

[91] Za više detalja o zemljama koje su ušle u uzorak i primenjenoj metodologiji videti: OECD (2006). Governance of Non-Listed Companies in Emerging Markets. [online]. Dostupno na: http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/corporategovernanceofnon-listedcompaniesinemergingmarkets.htm. [Pristupljeno 12.02.2016.].

MANG koja uzima sledeće vrednosti: vrednost 1 u slučaju da su predstečajni vlasnici koji imaju ne manje od 10% vlasničkog udela, ili članovi njihovih porodica bili uključeni u upravljanje kompanijom u momentu pokretanja prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranja stečaja; vrednost 0 ukoliko predstečajni vlasnici, ili članovi njihovih porodica nisu bili uključeni u upravljanje kompanijom u relevantnom periodu. U kontekstu ove disertacije, predstečajni vlasnici, ili članovi njihovih porodica su bili uključeni u upravljanje kompanijom ukoliko su pre pokretanja prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranja stečaja obavljali neku od sledećih funkcija u kompaniji: predsednik, direktor, generalni direktor, predsednik odbora direktora i predsednik nadzornog odbora. Za potrebe ove analize, lica koja imaju isto prezime kao vlasnik kompanije su posmatrana kao članovi njegove porodice.

Treća grupa nezavisnih varijabli

Finansijske performanse i leveridž – Mnogobrojna istraživanja za Sjedinjene Američke Države su ukazala da kompanije sa lošijim performansama i višim finansijskim leveridžom su česta meta korporativnog preuzimanja. Pored navedenog, autori LoPucki & Whitford (1993) su utvrdili da su predstečajni vlasnici kompanija koje su u momentu apliciranja za stečaj imale bolje finansijske performanse češće zadržavali vlasnički udeo u njima nakon obustave stečaja. Negativnu korelaciju između finansijskih performansi i vlasničke strukture potvrdili su i autori Köke (2001) i Heiss & Köke (2004). Zbog činjenice da upotreba velikog broja objašnjavajućih varijabli na malom uzorku može dovesti do pojave multikolinearnosti, u našem istraživanju smo se opredelili za upotrebu nekoliko finansijskih indikatora, a koji po mišljenju autora disertacije imaju najveći uticaj na predstečajnu vlasničku strukturu kompanija u uzorku, i često se koriste u istraživanjima ovakvog tipa. Obračun finansijskih indikatora se bazirao na knjigovodstvenim podacima za godinu koja prethodni godini pokretanja prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranja stečaja. Razlog za ovakav pristup se ogleda u potrebi da se izoluje uticaj odluka koje su donete nakon pokretanja stečaja. Autori LoPucki & Whitford (1993b) i Hotchkiss (1995) su koristili isti pristup u svojim istraživanjima. Pregled korišćenih finansijskih indikatora je dat u Tabeli 26.

Tabela 26. Finansijski indikatori korišćeni u empirijskoj analizi

Naziv indikatora	Oznaka	Definicija	Izračunavanje
Pokazatelji profitabilnosti			
EBITDA marža	EBITDA MARGIN	Dobitak pre kamata i poreza (EBIT) uvećan za troškove amortizacije, i stavljen u odnos sa poslovnim prihodom	EBITDA MARGIN = (EBIT + Amortizacija) / Poslovni prihod
Stopa prinosa na ukupna sredstva	ROA	Odnos neto dobitka (gubitka) i angažovanih sredstava	ROA = Neto dobitak (gubitak) / Prosečna vrednost aktive
Pokazatelji likvidnosti			
Opšti racio likvidnosti	LIQUIDITY	Odnos obrtne imovine i tekućih obaveza	LIQUIDITY = Obrtna imovina / Tekuće obaveze
Pokazatelji finansijskog leveridža			
Finansijski leveridž	LEVERAGE	Odnos obaveza i kapitala uvećanog za obaveze	LEVERAGE = Knjigovodstvena vrednost obaveza / (Knjigovodstvena vrednost kapitala + Knjigovodstvena vrednost obaveza)

Izvor: Prikaz autora

Četvrta grupa nezavisnih varijabli

Primenjena stečajna procedura – Primena različitih stečajnih procedura može da opredeli položaj vlasnika kompanija u toku stečajnog postupka, kao i njihovu mogućnost da zadrže vlasnički udeo u kompaniji nakon usvajanja plana reorganizacije. U Republici Srbiji, u slučaju kompanija koje podnesu predlog za pokretanje stečaja u skladu sa UPPR-om, vlasnici i dalje zadržavaju kontrolu nad poslovanjem kompanije i njenim menadžmentom. Kada je u prethodnom postupku imenovan privremeni stečajni upravnik, deo ovlašćenja vlasnika i uprave kompanije može biti prenet na privremenog stečajnog upravnika. U slučaju kompanija koje podnesu plan reorganizacije po otvaranju stečaja, sva prava vlasnika kapitala se suspenduju do obustave stečajnog postupka. Ovo za posledicu ima da vlasnici kompanija nad kojima je otvoren stečaj gube kontrolu nad poslovanjem kompanije i njenim menadžmentom, a što slabi njihovu pregovaračku moć u toku stečajnog postupka, i povećava rizik gubitka vlasničkog udela. Da bi smo ispitali uticaj primenjene stečajne procedure na vlasništvo, u istraživanje smo uveli veštačku varijablu PREPACK koja uzima sledeće vrednosti: vrednost 1 u slučaju da je kompanija podnela UPPR, odnosno vrednost 0 u slučaju da je kompanija podnela plan reorganizacije nakon otvaranja stečaja.

Vreme provedeno u stečaju – U 4.4.1. delu disertacije smo ukazali da između vremena provedenog u stečaju i troškova stečaja postoji pozitivna korelacija, odnosno da duže vreme koje kompanija provede u stečaju vodi rastu ukupnih troškova stečaja i padu vrednosti kompanije. U cilju sprečavanja pada vrednosti kompanije poverioci mogu imati interes da podrže plan reorganizacije koji je podnet od strane vlasnika i menadžmenta kompanije, a koji predviđa zadržavanje postojećih upravljačkih i vlasničkih struktura nakon usvajanja plana reorganizacije. Shodno napred navedenom, možemo očekivati postojanje negativne korelacije između promene predstečajne vlasničke strukture i vremena koje kompanija provede u stečaju. U ovom kontekstu, u istraživanje smo uveli objašnjavajuću varijablu BANKRUPTCY TIME koja predstavlja logaritam vrednosti zbira broja 1 i broja meseci koji kompanija provede u stečajnom postupku, odnosno log(1+ broj meseci proveden u stečajnom postupku). Vreme koje kompanija provede u stečaju je računato od momenta kada sud donese rešenje kojim se pokreće prethodni stečajni postupak, odnosno otvara stečaj, i traje do momenta pravnosnažnosti sudskog rešenja kojim se obustavlja stečaj i potvrđuje usvajanje plana reorganizacije ili UPPR-a.

Pregled varijabli koje su korišćene u istraživanjima iz ove disertacije se može naći u Prilogu 2.

6.5.2. Modeli u analizi uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu

Polazeći od pothipoteza i varijabli koje smo definisali u radu, formulisali smo sledeća četiri modela:

(1) Promena predstečajne vlasničke strukture = f (veličina kompanije, složenost vlasničke strukture), i relevantan model je:

$$\text{OWN CHANGE } (1,0) = \beta 1 \times \text{Log(AT)} + \beta 2 \times \text{Log(S)} + \beta 3 \times \text{PYRAMID} + \varepsilon$$

(2) Promena predstečajne vlasničke strukture = f (koncentracija vlasništva, postojanje ultimativnog vlasnika, uključenost vlasnika u upravljanje kompanijom), i relevantan model je:

$$\text{OWN CHANGE } (1,0) = \beta 1 \times \text{Log(1+M1)} + \beta 2 \times \text{CONTROL} + \beta 3 \times \text{OWN MANG} + \varepsilon$$

(3) Promena predstečajne vlasničke strukture = f (finansijsko stanje, finansijski leveridž), i relevantan model je:

$$\text{OWN CHANGE}(1,0) = \beta 1 \times \text{EBITDA MARGIN} + \beta 2 \times \text{ROA} + \beta 3 \times \text{LIQUIDITY} + \beta 4 \times \text{LEVERAGE} + \varepsilon$$

(4) Promena predstečajne vlasničke strukture = f (primenjena stečajna procedura, vreme provedeno u stečaju), i relevantan model je:

$$\text{OWN CHANGE}(1,0) = \beta 1 \times \text{PREPACK} + \beta 2 \times \text{BANKRUPTCY TIME} + \varepsilon$$

gde je ε slučajna greška.

6.5.3. Rezultati analize uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu

Pre nego što prikažemo rezultate istraživanja, ukazaćemo na još jedno ograničenje koje se vezuje za modele korišćene u ovoj analizi. Naime, pored heteroskedastičnosti u modelima u kojima je ispitivan uticaj stečajne reorganizacije na vlasništvo je identifikovano postojanje i pozitivne autokorelacije (Durbin-Watson statistika 1,62). Prema mišljenju autora, izvori autokorelacije su nedovoljna veličina uzorka i specifikacija modela, i isti se nisu mogli otkloniti u momentu sprovođenja istraživanja. Iako je identifikovano postojanje autokorelacije, rezultati do kojih smo došli predstavljaju dobru polaznu osnovu za buduća istraživanja.

Statistike koje smo dobili upotrebom logit modela ukazuju da najbolju moć predviđanja ima četvrti model, a najlošiju moć prvi model, dok drugi model ima bolju moć predviđanja od trećeg modela; detalji se mogu videti u Tabeli 27. Kvadrat koeficijenta korelacije u OLS regresiji potvrđuje da četvrti model ima najbolju moć predviđanja, treći model najlošiju moć predviđanja, dok drugi model ima bolju moć predviđanja od prvog modela (R^2 za četvrti model 0,135; za drugi model 0,101; prvi model 0,068, i treći model 0,055); detalji se mogu videti u Tabeli 28.

Tabela 27. Moć predviđanja modela korišćenih u istraživanju uticaja stečajne reorganizacije na vlasništvo (logit model)

Observed		First model			Second model			Third model			Fourth model		
		MNG CHANGE		% Correct	MNG CHANGE		% Correct	MNG CHANGE		% Correct	MNG CHANGE		% Correct
		0	1		0	1		0	1		0	1	
MNG CHANGE	0	63	2	96,90	65	0	100,00	65	0	100,00	63	2	96,90
	1	18	0	0,00	18	0	0,00	18	0	0,00	15	3	16,70
Overall Percentage				75,90			78,30			78,30			79,50
Nagelkerke R Squared		0,102			0,145			0,098			0,184		
Hosmer and Lemeshow Test-sig.		0,213			0,506			0,144			0,754		

Tabela 28. Moć predviđanja modela korišćenih u istraživanju uticaja stečajne reorganizacije na vlasništvo (OLS model)

Prvi model				
R-sq	**F**	**df1**	**df2**	**p**
0,068	1,861	3,000	79,000	0,143
Drugi model				
R-sq	**F**	**df1**	**df2**	**p**
0,101	2,319	3,000	79,000	0,082
Treći model				
R-sq	**F**	**df1**	**df2**	**p**
0,055	1,582	4,000	78,000	0,188
Četvrti model				
R-sq	**F**	**df1**	**df2**	**p**
0,135	4,553	2,000	80,000	0,013

Rezultati dobijeni primenom logit modela ukazuju da varijable OWN MANG, LIQUIDITY i PREPACK imaju statistički značajan uticaj na zavisnu varijablu OWN CHANGE, dok uticaj ostalih posmatranih varijabli nije statistički značajan na nivou značajnosti od 0,05; detalji se mogu videti u Tabeli 29. Statističku značajnost varijabli OWN MANG i LIQUIDITY smo potvrdili i primenom OLS regresije, dok u slučaju varijable PREPACK nije potvrđen statistički značajan uticaj na varijablu OWN CHANGE na nivou značajnosti od 0,05, ali jeste na nivou značajnosti od 0,1; detalji se mogu videti u Tabeli 30. Zbog činjenice da OLS model koji se bazira na primeni "Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors" daje efikasnije ocene od logit modela u uslovima postojanja heteroskedastičnosti, u radu ćemo prihvatiti statistike koje su dobijene primenom OLS modela. Najveće razlike u rezultatima koji su dobijeni primenom logit i OLS modela se ogledaju u vrednosti ocenjenih koeficijenata

regresije. Iako je interpretacija koeficijenata u logit modelima značajno drugačija od koeficijenata dobijenih u OLS modelima, možemo primetiti da su ocene koeficijenata regresije koje su dobijene primenom OLS modela manje, a što se moglo očekivati zbog prisustva heteroskedastičnosti. U slučaju logit modela, predznak koeficijenata regresije za varijable korišćene u modelima, osim u slučaju koeficijenata uz varijable CONTROL, OWN MANG, ROA i PREPACK, je usaglašen sa pretpostavkama koje su date u pothipotezama 1-4. Kada je reč o rezultatima OLS regresije, predznak koeficijenata regresije, osim u slučaju koeficijenata koji stoje uz varijable PYRAMID, OWN MANG, EBITDA MARGIN i ROA, je usaglašen sa polaznim pretpostavkama. Na osnovu deskriptivnih statistika smo zaključili da su u 33% kompanija u kojima je bila prisutna promena vlasničke strukture vlasnici ili članovi njihovih porodica bili uključeni u upravljanje kompanijom u predstečajnom periodu, dok u 67% nisu bili uključeni u menadžment. Shodno navedenom, na primeru našeg uzorka se može zaključiti da postoji negativna korelacija između varijabli OWN MANG i OWN CHANGE, odnosno da su promene predstečajne vlasničke strukture manje učestale u kompanijama u kojima su vlasnici, ili članovi njihovih porodica bili uključeni u menadžment u predstečajnom periodu. Na osnovu izloženih rezultata, pothipotezu 1 i 4 odbacujemo, a pothipotezu 2 i 3 delimično prihvatamo na nivou značajnosti od 0,05.

Tabela 29. Sumarni rezultati analize uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu (logit model)

Prvi model							
47 jable u modelu							
		B	**S.E.**	**Wald**	**df**	**Sig.**	**Exp(B)**
Step 1[a]	**Log(AT)**	-0,094	0,808	0,014	1	0,907	0,910
	Log(S)	-0,729	0,526	1,925	1	0,165	0,482
	PYRAMID	-0,786	0,593	1,757	1	0,185	0,456
	Constant	3,711	4,053	0,839	1	0,360	40,912
a. Redosled uključivanja varijabli u prvom koraku: Log(AT), Log(S), PYRAMID							
Drugi model							
65 jable u modelu							
		B	**S.E.**	**Wald**	**df**	**Sig.**	**Exp(B)**
Step 1[a]	**Log(1+M1)**	-1,874	4,885	0,147	1	0,701	0,154
	CONTROL	0,248	0,818	0,092	1	0,762	1,281
	OWN MANG	1,395	0,586	5,662	1	0,017	4,035
	Constant	-1,608	1,345	1,429	1	0,232	0,200
a. Redosled uključivanja varijabli u prvom koraku: Log(1+M1), CONTROL, OWN MANG							
Treći model							
35 jable u modelu							
		B	**S.E.**	**Wald**	**df**	**Sig.**	**Exp(B)**
Step 1[a]	**EBITDA MARGIN**	0,000	0,000	0,064	1	0,801	1,000
	ROA	2,262	2,340	0,935	1	0,334	9,605
	LIQUIDITY	-1,976	1,002	3,888	1	0,049	0,139
	LEVERAGE	-0,357	1,804	0,039	1	0,843	0,700
	Constant	0,674	1,741	0,150	1	0,699	1,962
a. Redosled uključivanja varijabli u prvom koraku: EBITDA MARGIN, ROA, LIQUIDITY, LEVERAGE							
Četvrti model							
32 jable u modelu							
		B	**S.E.**	**Wald**	**df**	**Sig.**	**Exp(B)**
Step 1[a]	**PREPACK**	1,420	0,668	4,513	1	0,034	4,138
	BANKRUPTCY TIME	1,142	1,287	0,787	1	0,375	3,134
	Constant	-3,011	1,249	5,817	1	0,016	0,049
a. Redosled uključivanja varijabli u prvom koraku: PREPACK, BANKRUPTCY TIME							

Tabela 30. Sumarni rezultati analize uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu (OLS model)

Prvi model				
	Coeff	**SE(HC)**	**t**	**P> |t|**
Constant	0,923	0,643	1,435	0,155
Log(AT)	-0,012	0,144	-0,080	0,936
Log(S)	-0,123	0,106	-1,152	0,253
PYRAMID	0,123	0,092	1,341	0,184
Drugi model				
	Coeff	**SE(HC)**	**t**	**P> |t|**
Constant	0,468	0,173	2,701	0,009
Log(1+M1)	-0,298	0,806	-0,370	0,712
CONTROL	-0,049	0,158	-0,308	0,759
OWN MANG	-0,236	0,109	-2,172	0,033
Treći model				
	Coeff	**SE(HC)**	**t**	**P> |t|**
Constant	0,512	0,328	1,560	0,123
EBITDA MARGIN	0,000	0,001	0,001	0,999
ROA	0,296	0,306	0,968	0,336
LIQUIDITY	-0,263	0,117	-2,250	0,027
LEVERAGE	-0,069	0,326	-0,211	0,833
Četvrti model				
	Coeff	**SE(HC)**	**t**	**P> |t|**
Constant	0,232	0,284	0,818	0,416
PREPACK	-0,266	0,137	-1,941	0,056
BANKRUPTCY TIME	0,177	0,221	0,800	0,426

6.6. Analiza uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment srpskih kompanija

U cilju analize uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment srpskih kompanija u finansijskim teškoćama, definisali smo četiri pothipoteze koje dovode u vezu promene top menadžmenta sa sledećim varijablama: karakteristikama i promenom vlasničke strukture, finansijskim performansama i leveridžom kompanije, imenovanjem poverilačkih organa nakon usvajanja plana reorganizacije, složenošću stečajnih postupaka, vremenom koje kompanija provede u stečaju i korišćenom stečajnom procedurom.

Pothipoteza 1 – Promene u ključnim upravljačkim strukturama su pozitivno korelisane sa: koncentracijom vlasništva, većim udelom fizičkih lica u kapitalu kompanije i promenama predstečajnih vlasničkih struktura.

Pothipoteza 2 – Promene ključnih upravljačkih struktura su učestalije u kompanijama sa lošijim finansijskim performansama i višim nivoom finansijskog leveridža.

Pothipoteza 3 – Imenovanje poverilačkih organa nakon obustave stečaja i veće učešće banaka u ovim organima povećava verovatnoću promene predstečajne strukture top menadžmenta.

Pothipoteza 4 – Promene predstečajnog top menadžmenta su manje učestale u slučaju složenih stečajnih postupaka i stečajnih postupaka koji vremenski kraće traju. Pored navedenog, promene predstečajnog top menadžmenta su manje prisustne u slučaju kompanija koje su podnele UPPR u odnosu na kompanije koje su podnele plan reorganizacije nakon što je otvoren stečaj.

6.6.1. Definicija varijabli u analizi uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment

Analiza uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment srpskih kompanija u finansijskim teškoćama je sprovedena uvođenjem jedne zavisne varijable i četiri grupe nezavisnih varijabli.

Zavisna varijabla

Promena predstečajne strukture top menadžmenta – Za potrebe ovog istraživanja, proučavali smo uticaj stečajne reorganizacije na ključno rukovodstvo kompanija u finansijskim teškoćama koje nije imalo vlasnički udeo u posmatranoj kompaniji. Uzeta su u obzir lica starosti ispod 65 godina koja su u momentu pokretanja prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranja stečaja obavljala sledeće funkcije u kompaniji: direktor, generalni direktor, predsednik odbora direktora, ili predsednik nadzornog odbora. Za potrebe ovog istraživanja, promena top menadžmenta je nastupila ukoliko lice koje je obavljalo neku od gore navedenih funkcija istu ne obavlja u toku stečajnog perioda, ili jednu godinu neposredno nakon usvajanja plana reorganizacije tj. u period T0 i T+1. U ovom kontekstu, u istraživanje smo uveli zavisnu varijablu MNG CHANGE koja uzima sledeće vrednosti: vrednost 1 u slučaju da je došlo do promene top menadžmenta kompanije u T0 ili T+1; vrednost 0 u slučaju da nije došlo do promene top menadžmenta u T0 ili T+1. Pošto se istraživanje baziralo na javno raspoloživim

podacima, nismo pravili razliku između dobrovoljne i prinudne promene strukture top menadžmenta.

Prva grupa nezavisnih varijabli

Koncentracija vlasništva – Koncentracija vlasništva predstavlja jedan od mehanizama za rešavanje agencijskog problema u zemljama sa slabom zaštitom prava manjinskih akcionara, a koja je karakteristična za većinu tranzicionih zemalja, Bayliss (2005), Balsmeier & Czarnitzki (2010) i Cerović i dr. (2014), između ostalih autora. Na primeru nemačkih kompanija, Jostarndt i dr. (2005)[92] su utvrdili da su promene menadžmenta više zastupljene u kompanijama gde je bila prisutna veća koncentracija vlasništva, a na primeru američkih kompanija isto to su potvrdili Denis i dr. (1997)[93], (citirano prema: Jostarndt & Sautner, 2007: 50). Polazeći od napred navedenih rezultata, u analizi uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment smo pretpostavili da postoji pozitivna korelacija između promene top menadžmenta i koncentracije vlasništva. Da bi smo ispitali napred pomenutu vezu, u analizu smo uveli varijablu Log(1+M1) koja predstavlja logaritam vrednosti zbira broja 1 i visine udela većinskog vlasnika kompanije (M1) u momentu otvaranja stečaja, odnosno pokretanja prethodnog stečajnog postupka.

Tip vlasnika – U slučaju nemačkih kompanija, gde se pojedinci najčešće javljaju kao konačni vlasnici kompanija, isti imaju veći interes i moć da disciplinuju menadžment u odnosu na druge vlasnike (pre svega privredna društva), Jostarndt & Sautner (2007: 50). U slučaju Republike Srbije, veliki broj kompanija je osnovan od strane pojedinca, ili se radi o porodičnim kompanijama u kojima vlasnici imaju udeo u kapitalu kompanije od momenta njenog osnivanja do likvidacije. Vlasnici su često uključeni u menadžment kompanija, a što im obezbeđuje i jaču kontrolu nad radom menadžera. U slučaju kompanija koje su u vlasništvu pravnih lica, kontrola menadžmenta od strane vlasnika slabi jer piramidalne strukture vode smanjenju koncentracije vlasništva. Pored navedenog, pravna lica se mnogo lakše opredeljuju da prodaju vlasnički udeo u kompanijama u finansijskim teškoćama od fizičkih lica, a što može da smanji i njihov interes

[92] Jostarndt, P., Rudolph, B. & Thierauf, M. (2005). *Unternehmenskontrolle und Management-Disziplinierung in Deutschland: Neue Ergebnisse*. In Handbuch Mergers and Acquisitions Management, ed. By B. Wirtz, Wiesbaden, Ga[illegible], str. 203-228

[93] Denis,D.J. Denis, D.K. & Sarin, A. (1997). Ownership Structure and Top Executive Turnover. *Journal of Financial Economics*. Vol. 45, str. 193-221

za kontrolu rada menadžera ovih kompanija u stečajnom periodu i nakon obustave stečaja. U ovom kontekstu, u istraživanje smo uveli varijablu INDIVIDUAL koja uzima sledeće vrednosti: vrednost 1 ukoliko je većinski vlasnik kompanije fizičko lice; vrednost 0 ukoliko je većinski vlasnik kompanije pravno lice, država ili banka. Za potrebe ovog istraživanja, uzeli smo u obzir vlasnike čiji direktan udeo u kapitalu kompanije nije manji od 25% jer je pretpostavka da vlasnici kompanija koje nemaju ultimativnog vlasnika, odnosno u kojima je prisutna disperzija vlasništva, imaju manji podsticaj da kontrolišu rad top menadžera. Izbor ove granice usaglašen je sa pravilima za utvrđivanje ultimativnog vlasnika autora Heiss & Köke (2004: 192), a koja smo koristili i u istraživanju uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu srpskih kompanija.

Promena predstečajne vlasničke strukture – Knežević & Pahor (2004: 14) su na primeru 204 slovenačke kompanije utvrdili da postoji pozitivna korelacija između promene menadžerskih struktura i vlasnika kompanija. Iako se radi o kompanijama koje nisu bile u finansijskim teškoćama, pozitivna korelacija između promene menadžerskih i vlasničkih struktura se može preneti i na srpske kompanije u finansijskim teškoćama. Naime, usled prisutne visoke koncentracije vlasništva i uključenosti vlasnika u menadžment srpskih kompanija, prisutna je sprega između vlasnika i menadžera, kao i zloupotreba ovlašćenja vlasnika i korišćenje menadžera u cilju realizacije ličnih interesa vlasnika. Kada su zloupotrebe prava vlasnika i menadžmenta kompanije osnovni izvor finansijskih teškoća, poverioci kompanije mogu imati interes da promene predstečajnu vlasničku strukturu zajedno sa top menadžmentom kompanije. Pored navedenog, menadžeri koji su u prošlosti bili lojalni vlasniku kompanije mogu osetiti nesigurnost svojih pozicija i plata u slučaju promene vlasničke strukture kompanije, i shodno tome odlučiti da napuste kompaniju. U cilju testiranja uticaja promene predstečajne vlasničke strukture na promenu ključnog menadžmenta kompanije, u istraživanje smo uveli veštačku varijablu OWN CHANGE koja uzima dve vrednosti: vrednost 1 ukoliko je predstečajna vlasnička struktura kompanije promenjena u periodu T0 ili T+1; vrednost 0 u slučaju da je predstečajna vlasnička struktura ostala nepromenjena u T0 i T+1 (detaljno pojašnjenje varijable OWN CHANGE je dato u delu disertacije 6.5.1.).

Druga grupa nezavisnih varijabli

Finansijske performanse i leveridž – Denis i Denis (1995b) su na primeru američkih kompanija utvrdili da postoji inverzan odnos između performansi kompanije i promena ključnog menadžmenta. Do istog zaključka došao je i autor Kaplan (1994) na primeru nemačkih kompanija. Kada je reč o finansijskom leveridžu, brojne studije su potvrdile da su smene menadžmenta učestalije u slučaju kompanija koje u strukturi kapitala imaju veći nivo dugova, Hotchkiss (1995), Gilson & Vetsuypens (1993), između ostalih autora. Da bi smo utvrdili da li finansijske performanse i nivo finansijskog leveridža utiču na promene top menadžmenta na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama, u istraživanje smo uveli sledeće varijable: EBITDA maržu (EBITDA MARGIN), stopu prinosa na ukupna sredstva (ROA), opšti racio likvidnosti (LIQUIDITY) i finansijski leveridž (LEVERAGE). Definicije napred navedenih varijabli su date u delu disertacije 6.5.1. u Tabeli 26 i Prilogu 2. Pored napred navedenih varijabli, u istraživanje smo uključili još jednu varijablu PRODUCTIVITY, a koja predstavlja odnos između prihoda od prodaje i prosečnog broja zaposlenih u kalendarskoj godini koja prethodi godini pokretanja prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranja stečaja. Razlog za analizu uticaja varijable PRODUCTIVITY na zavisnu varijablu MNG CHANGE se bazira na nalazima autora Stanišić i dr. (2013) da je rizik stečaja veći u slučaju srpskih kompanija sa većim brojem zaposlenih. Kompanije koje su imale veću produktivnost zaposlenih su ostvarivale i bolju profitabilnost od kompanija gde se broj zaposlenih nije prilagođavao obimu poslovanja. Imajući u vidu da postoji inverzna veza između finansijskih performansi kompanije i promene ključnih upravljačkih struktura, možemo očekivati manje učestale promene top menadžmenta u kompanijama koje su imale bolju produktivnost rada u predstečajnom periodu.

Treća grupa nezavisnih varijabli

Poverilački organi – Uključivanje ključnih poverilaca u kontrolu poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama može da unapredi njene interne mehanizme korporativnog upravljanja. U Nemačkoj se banke, kao ključni poverioci korporativnog sektora, često nalaze u odborima direktora ili drugim nadzornim organima nefinansijskih institucija kojima poveravaju resurse. Ovo povećava mogućnost kompanija da obezbede stabilne izvore finansiranje pod povoljnim uslovima jer su banke koje su uključene u menadžment kompanija spremnije da im

obezbede novčana sredstva, Kroszner & Strahan (2001: 419). Pored navedenog, banke često iniciraju smene top menadžmenta u kompanijama u finansijskim teškoćama, Gilson (1989) i Gilson & Vetsuypens (1993). Uključivanje banaka u organe upravljanja nefinansijskih institucija može biti izvor konflikta interesa koji se javlja na relaciji vlasnici kompanije-banke. Vlasnici kapitala često podržavaju realizaciju projekata koji imaju iznad prosečnu zaradu i visok rizik, dok banke imaju interes da ostvare naplatu potraživanja u što kraćem roku i nisu spremne da podržavaju visokorizične projekte; više o ovoj problematici bilo je u delu 3.1. disertacije. Približavanje napred navedenih interesa može da se ostvari kroz sticanje vlasničkog udela u kapitalu kompanije od strane banaka, Kroszner & Strahan (2001: 415). U našem uzorku vlasnički udeo banaka u kompanijama u finansijskim teškoćama je bio ispod 5% u T0 i T+1 i nismo testirali uticaj ovog vlasničkog udela na smenu top menadžmenta kompanija. Efikasnost poverilačkih organa u kontroli poslovanja kompanija, pa samim tim i njihov uticaj na smenu top menadžmenta kompanija, je primarno određen njihovom strukturom i brojem članova.

U Republici Srbiji poslednjih godina sve veći broj planova reorganizacije i UPPR-ova predviđa formiranje poverilačkih organa nakon obustave stečaja. Poverilački organi koji prate sprovođenje usvojenih planova reorgaizacije i UPPR-ova često daju saglasnosti na prodaju imovine kompanija u finansijskim teškoćama, odobravaju investicione projekte, dodatno zaduživanje kompanija, ali mogu imati i druga ovlašćenja predviđena odredbama usvojenog plana reorganizacije i UPPR-a. U strukturi ovih tela najčešće dominiraju banke, koje su istovremeno i ključni poverioci srpskih kompanija u finansijskim teškoćama. I drugi poverioci se mogu naći u ulozi članova poverilačkih organa kao što su: ključni dobavljači, predstavnici radničkog sindikata, državne institucije i dr. Uticaj ovih poverilaca nećemo razmatrati jer isti nemaju značajan potencijal unapređenja mehanizama korporativnog upravljanja u srpskim kompanijama u finansijskim teškoćama.

U cilju ispitivanja uticaja poverilačkih organa na predstečajnu strukturu top menadžmenta kompanija u finansijskim teškoćama, u istraživanje smo uveli sledeće objašnjavajuće varijable:

1. CREDITORS BOARD – Veštačka dihotomna varijabla koja uzima sledeće vrednosti: vrednost 1 u slučaju da je formiran poverilački organ u periodu T+1; vrednost 0 u

slučaju da plan reorganizacije ili UPPR ne predviđa formiranje poverilačkih organa u T+1;

2. BANK – Udeo glasačkih prava banaka u poverilačkim organima.

Zbog činjenice da bi upotreba napred navedenih varijabli kreirala multikolinearnost, kreirali smo novu objašnjavajuću varijablu BANK RES koja predstavlja projektovanu vrednost reziduala u modelu u kome je varijabla CREDITORS BOARD regresirana na varijablu BANK. Isti pristup u otklanjanju multikolinearnosti koristili su autori Fang i dr. (2011: 509). Na ovaj način smo dobili nekorelisane varijable, dok upotrebna vrednost modela nije umanjena.

Četvrta grupa nezavisnih varijabli

Složenost stečajnih postupaka – Kompleksniji stečajni postupci koji se sprovode nad velikim kompanijama zahtevaju dobro poznavanje poslovanja ovih kompanija. Stečajni upravnici i privremeni stečajni upravnici ovo znanje ne moraju posedovati, dok poverioci u zemljama sa nedovoljno razvijenom praksom korporativnog upravljanja često nemaju interes da se uključe u upravljanje kompanija. Shodno navedenom, možemo očekivati da će interes većine stejkholdera srpskih kompanija u finansijskim teškoćama biti da zadrže kvalitetan menadžment koji može da ubrza pregovore u toku stečajnog postupka i omogući bržu rehabilitaciju ovih kompanija nakon usvajanja plana reorganizacije i UPPR-a. Isto tako, srpske kompanije izgube značajan deo svoje reputacije kada se nad njima otvori stečaj, a što otežava pronalaženje kvalitetnog kadra u toku stečaja i po usvajanju planova reorganizacije i UPPR-ova. Uvažavajući napred navedeno, možemo pretpostaviti da će u slučaju kompleksnijih stečajeva promene predstečajnog top menadžmenta biti manje učestale nego u slučaju manje složenih stečajnih postupaka. Da bi smo testirali uticaj kompleksnosti stečajnog postupka na promenu predstečajnog top menadžmenta srpskih kompanija u finansijskim teškoćama, u istraživanje smo uveli sledeće varijable: logaritam od knjigovodstvene vrednosti imovine Log(AT), logaritam od knjigovodstvene vrednosti ukupnog prihoda Log(S), i broj klasa poverilaca koje glasaju o predloženom planu reorganizacije i UPPR-u, a koju smo označili u istraživanuju sa CLASS. Autori Evans i dr. (2014) su takođe koristili broj klasa poverilaca kao

jedan od indikatora kompleksnosti stečajnog postupka u ispitivanju uticaja finansijskih teškoća na top menadžment američkih kompanija.

Vreme provedeno u stečaju – Imajući u vidu da duže vreme provedeno u stečaju vodi nastanku viših troškova stečaja, kao i da predstečajni menadžeri najbolje poznaju uzroke finansijskih teškoća i načine da se oni otklone, poverioci kompanija u finansijskim teškoćama mogu biti zainteresovani da zadrže predstečajni menadžment i na taj način skrate vreme koje kompanija provede u stečaju i reorganizaciji. Shodno napred navedenom, možemo očekivati da će promene predstečajne strukture top menadžera biti manje prisutne u slučaju stečajnih postupaka koje kraće traju. U cilju ispitivanja uticaja vremena provedenog u stečaju na predstečajnu strukturu top menadžmenta, u analizu smo uveli varijablu BANKRUPTCY TIME koja predstavlja logaritam vrednosti zbira broja 1 i broja meseci koji kompanija provede u stečajnom postupku. Uticaj vremena provedenog u stečaju na predstečajnu strukturu top menadžmenta ispitivali su i autori Evans i dr. (2014).

Primenjena stečajna procedura – Zbog činjenice da menadžeri kompanija koje podnesu predlog za pokretanje stečaja zajedno sa planom reorganizacije, odnosno koriste proceduru UPPR-a, i dalje zadržavaju ovlašćenja u kompaniji koja su imali pre pokretanja prethodnog stečajnog postupka, a što nije slučaj sa podnošenjem plana reorganizacije nakon otvaranja stečaja, možemo očekivati da će promene top menadžmenta biti manje prisutne u slučaju kompanija koje su podnele UPPR. U ovom kontekstu, u istraživanje smo uveli varijablu PREPACK koja uzima sledeće vrednosti: 1 u slučaju da je kompanija podnela UPPR; 0 u slučaju da je podnela plan reorganizacije nakon otvaranja stečaja.

6.6.2. Modeli za analizu uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment

Na osnovu definisanih pothipoteza i varijabli, u radu smo formulisali sledeća četiri modela:

(1) Promena predstečajne strukture top menadžera = f (koncentracija vlasništva, udeo fizičkih lica u kapitalu kompanije, promene predstečajne vlasničke strukture), i relevantan model je:

MNG CHANGE (1,0) = β1 × Log(1+M1) + β2 × INDIVIDUAL + β3× OWN CHANGE + ε

(2) Promena predstečajne strukture top menadžera = f (finansijsko stanje, finansijski leveridž), i relevantan model je:

MNG CHANGE (1,0) = β1 × EBITDA MARGIN + β2 × ROA + β3× LIQUIDITY+ β4× LEVERAGE + β5× PRODUCTIVITY + ε

(3) Promena predstečajne strukture top menadžera = f (imenovanje poverilačkih organa, učešće banaka u poverilačkim organima), i relevantan model je:

MNG CHANGE (1,0) = β1 × CREDITORS BOARD + β2 × BANK RES + ε

(4) Promena predstečajne strukture top menadžera = f (složenost stečajnog postupka, vreme provedeno u stečaju, primenjena stečajna procedura), i relevantan model je:

MNG CHANGE (1,0) = β1 × Log(AT) + β2 × Log(S) + β3 × CLASS + β4 × BANKRUPTCY TIME + β5 × PREPACK + ε

gde je ε slučajna greška.

6.6.3. Rezultati analize uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment

Statistike koje su dobijene primenom logit modela ukazuju da četvrti model ima najbolju moć predviđanja, treći model najlošiju moć predviđanja, dok prvi model ima bolju moć predviđanja od drugog modela; detalji se mogu videti u Tabeli 31. Kvadrat koeficijenta korelacije koji je dobijen primenom OLS modela potvrđuje da četvrti model ima najbolju moć predviđanja, zatim drugi i treći model, dok prvi model ima najlošiju moć predviđanja; detalji se mogu videti u Tabeli 32. Statistike dobijene primenom logit modela ukazuju da varijable CREDITORS BOARD, Log(AT) i PREPACK imaju statistički značajan uticaj na zavisnu varijablu MNG CHANGE, dok uticaj ostalih posmatranih varijabli nije statistički značajan na nivou značajnosti od 0,05; detalji se mogu videti u Tabeli 33. Rezultati primene OLS metode potvrđuju da varijable Log(AT) i PREPACK imaju statistički značajan uticaj na zavisnu varijablu MNG CHANGE, dok je uticaj CREDITORS BOARD na zavisnu varijablu statistički značajan na nivou značajnosti od 0,1. Rezultati OLS regresije ukazuju da pored varijable CREDITORS BOARD, i varijabla LIQUIDITY ima statistički značajan uticaj na zavisnu varijablu MNG CHANGE na nivou značajnosti od 0,1; detalji se mogu videti u Tabeli 34.

Koeficijenti regresije koji su dobijeni primenom logit modela su značajno veći od koeficijenata dobijenih primenom OLS modela. Pored navedenog, u slučaju logit modela predznak koeficijenata koji su ispred varijabli LIQUIDITY, Log(S) i PREPACK je u skladu sa pretpostavkama koje smo razvili u modelima, dok u slučaju ostalih varijabli ovo nije ispunjeno. Kada je reč o OLS modelu, predznak koeficijenata koji stoje uz varijable OWN CHANGE, LIQUIDITY, CREDITORS BOARD, Log(S) i PREPACK je u skladu sa pretpostavkama modela, dok u slučaju ostalih objašnjavajućih varijabli predznak koeficijenata nije u skladu sa pretpostavkama koje smo koristili u modelima. Shodno napred navedenom, na osnovu statistika dobijenih primenom logit i OLS modela i nivoa značajnosti od 0,05, odbacujemo prvu, drugu i treću pothipotezu, dok četvrtu pothipotezu delimično usvajamo.

Tabela 31. Moć predviđanja modela korišćenih u istraživanju uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment (logit model)

Observed		Prvi model			Drugi model			Treći model			Četvrti model		
		OWN CHANGE		% Correct	OWN CHANGE		% Correct	OWN CHANGE		% Correct	OWN CHANGE		% Correct
		0	1		0	1		0	1		0	1	
OWN CHANGE	0	44	7	86,30	44	7	86,30	39	12	76,50	41	10	80,40
	1	23	9	28,10	24	8	25,00	21	11	34,40	16	16	50,00
Overall Percentage				63,90			62,70			60,20			68,70
Nagelkerke R Square		0,053			0,107			0,066			0,271		
Hosmer and Lemeshow Test-sig.		0,495			0,236			0,266			0,058		

Tabela 32. Moć predviđanja modela korišćenih u istraživanju uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment (OLS model)

10	Prvi model			
R-sq	F	df1	df2	p
0,040	0,920	3,000	79,000	0,435
10	Drugi model			
R-sq	F	df1	df2	p
0,074	1,554	5,000	77,000	0,183
10	Treći model			
R-sq	F	df1	df2	p
0,050	1,906	2,000	80,000	0,155
10	Četvrti model			
R-sq	F	df1	df2	p
0,201	5,582	5,000	77,000	0,000

Tabela 33. Sumarni rezultati analize uticaja stečajne reorganizacije na strukturu top menadžmenta (logit model)

Prvi model							
65 Varijable u modelu							
		B	**S.E.**	**Wald**	**df**	**Sig.**	**Exp(B)**
Step 1[a]	**Log(1+M1)**	-3,057	3,223	0,900	1	0,343	0,047
	INDIVIDUAL	0,368	0,486	0,573	1	0,449	1,445
	OWN CHANGE	-0,480	0,550	0,761	1	0,383	0,619
	Constant	0,412	0,970	0,180	1	0,671	1,510
a. Redosled uključivanja varijabli u prvom koraku: Log(1+M1), INDIVIDUAL, OWN CHANGE							
Drugi model							
35 Varijable u modelu							
		B	**S.E.**	**Wald**	**df**	**Sig.**	**Exp(B)**
Step 1[a]	**EBITDA MARGIN**	0,000	0,000	0,138	1	0,710	1,000
	ROA	2,018	1,885	1,146	1	0,284	7,525
	LIQUIDITY	-1,239	0,777	2,547	1	0,110	0,290
	LEVERAGE	1,548	1,650	0,881	1	0,348	4,704
	PRODUCTIVITY	0,000	0,000	0,522	1	0,470	1,000
	Constant	-0,491	1,559	0,099	1	0,753	0,612
a. Redosled uključivanja varijabli u prvom koraku: EBITDA MARGIN, ROA, LIQUIDITY, LEVERAGE, PRODUCTIVITY							
Treći model							
32 Varijable u modelu							
		B	**S.E.**	**Wald**	**df**	**Sig.**	**Exp(B)**
Step 1[a]	**CREDITORS BOARD**	-1,040	0,520	4,001	1	0,045	0,353
	BANK RES	-0,844	1,093	0,597	1	0,440	0,430
	Constant	0,103	0,362	0,082	1	0,775	1,109
a. Redosled uključivanja varijabli u prvom koraku: CREDITORS BOARD, BANK RES							
Četvrti model							
93 rijable u modelu							
		B	**S.E.**	**Wald**	**df**	**Sig.**	**Exp(B)**
Step 1[a]	**Log(AT)**	2,105	0,928	5,151	1	0,023	8,209
	Log(S)	-0,138	0,508	0,074	1	0,786	0,871
	CLASS	0,123	0,128	0,930	1	0,335	1,131
	BANKRUPTCY TIME	-0,462	1,326	0,121	1	0,727	0,630
	PREPACK	2,375	0,822	8,347	1	0,004	10,748
	Constant	-13,712	4,521	9,200	1	0,002	0,000
a. Redosled uključivanja varijabli u prvom koraku: Log(AT), Log(S), CLASS, BANKRUPTCY TIME, PREPACK							

Tabela 34. Sumarni rezultati analize uticaja stečajne reorganizacije na strukturu top menadžmenta (OLS model)

Prvi model				
	Coeff	**SE(HC)**	t	**P> |t|**
Constant	0,569	0,201	2,831	0,006
Log(1+M1)	-0,724	0,811	-0,893	0,375
INDIVIDUAL	-0,084	0,114	-0,735	0,465
OWN CHANGE	0,114	0,149	0,770	0,444
Drugi model				
	Coeff	**SE(HC)**	t	**P> |t|**
Constant	0,372	0,332	1,123	0,265
EBITDA MARGIN	0,000	0,006	0,000	1,000
ROA	0,435	0,432	1,007	0,317
LIQUIDITY	-0,253	0,129	-1,966	0,053
LEVERAGE	0,343	0,348	0,984	0,328
PRODUCTIVITY	0,000	0,000	-0,765	0,447
Treći model				
	Coeff	**SE(HC)**	t	**P> |t|**
Constant	0,278	0,073	3,811	0,000
CREDITORS BOARD	0,247	0,128	1,936	0,056
BANK RES	-0,209	0,279	-0,749	0,456
Četvrti model				
	Coeff	**SE(HC)**	t	**P> |t|**
Constant	-1,618	0,759	-2,131	0,036
Log(AT)	0,376	0,154	2,442	0,017
Log(S)	-0,014	0,108	-0,132	0,895
CLASS	0,022	0,026	0,835	0,406
BANKRUPTCY TIME	-0,037	0,239	-0,153	0,879
PREPACK	-0,453	0,127	-3,567	0,001

6.7. Analiza uspešnosti stečajne reorganizacije u Republici Srbiji

Na osnovu deskriptivnih statistika smo utvrdili da je nad 25% srpskih kompanija ponovo otvoren stečaj nakon usvajanja plana reorganizacije i UPPR-a, kao i da je prosečno vreme koje protekne do ponovnog otvaranja stečaja 33 meseca. Na primeru američkih kompanija ovo vreme je 3 godine i 4 meseca, Altman (2010), dok su autori LoPucki & Whitford (1993a) utvrdili da je više od jedne trećine kompanija iz njihovog uzorka ponovo apliciralo za stečaj u roku od 4 godine od izlaska iz Poglavlja 11. U delu teze 2.6. smo napomenuli da će se za potrebe ovog istraživanja reorganizacija smatrati uspešnom ukoliko kompanija nakon usvojenog UPPR-a ili plana reorganizacije ne aplicira ponovo za stečaj. Razlog za primenu ovog pristupa se ogleda u činjenici da samo planovi reorganizacije i UPPR-ovi koji se sprovedu do kraja

doprinose kreiranju vrednosti na makro i mikro nivou, dok obustava u njihovoj primeni onemogućava realizovanje projektovane „going concern" vrednosti. Datum preseka koji je uzet za ocenu uspešnosti usvojenih planova reorganizacije (tj. da li je nad kompanijom ponovo otvoren stečaj) je 31.12.2015.

U delu 2.6. smo ukazali da veliki broj faktora utiče na uspešnost usvojenih planova reorganizacije kao što su: nivo finansijskog leveridža koji ostaje nakon usvajanja plana reorganizacije, veličina kompanije, tačnost projekcija navedenih u planovima reorganizacije, mere operativnog restrukturiranja, uvođenje novog menadžmenta i dr. U našem istraživanju mi smo se opredelili da testiramo uticaj mehanizama korporativnog upravljanja, primenjene stečajne procedure i vremena provedenog u stečaju na uspešnost usvojenih planova reorganizacije, dok uticaj ostalih faktora nije razmatran. U ovom kontekstu smo formulisali sledeće pothipoteze:

Pothipoteza 1 – Promena predstečajnog top menadžmenta i vlasnika koji su bili uključeni u menadžment kompanija u finansijskim teškoćama, i manje učešće predstečajnih vlasnika u ključnim upravljačkim strukturama ovih kompanija povećava uspešnost usvojenih planova reorganizacije i UPPR-ova u Republici Srbiji. Pored navedenog, formiranje poverilačkih organa nakon usvajanja plana reorganizacije i UPPR-a u kojima je učešće banaka veće smanjuje verovatnoću ponovnog otvaranja stečaja nad srpskim kompanijama u finansijskim teškoćama.

Pothipoteza 2 – Podnošenje unapred pripremljenih planova reorganizacije i kraće vreme provedeno u stečaju povećava uspešnost usvojenih planova reorganizacije i UPPR-ova u Republici Srbiji.

6.7.1. Definicija varijabli u analizi uspešnosti stečajne reorganizacije

Ispitivanje odnosa koji su navedeni u pothipotezama 1 i 2 će se ostvariti uvođenjem u istraživanje jedne zavisne varijable i dve grupe nezavisnih varijabli.

Zavisna varijabla

Ponovno apliciranje kompanije za stečaj – U kontekstu ove disertacije, kompanija je ponovo aplicirala za stečaj ukoliko je nakon usvojenog plana reorganizacije ili UPPR-a sud doneo rešenje kojim se otvara stečaj nad kompanijom. Shodno napred navedenom, uvedena je veštačka varijabla SECOND BANKRUPTCY koja uzima sledeće vrednosti: 1 ukoliko je nad kompanijom nakon usvojenog plana reorganizacije ili UPPR-a otvoren stečaj; 0 ukoliko je kompanija u postupku reorganizacije.

Nezavisne varijable

U studiji su korišćene dve grupe nezavisnih varijabli. Prva grupa opisuje uticaj mehanizama korporativnog upravljanja na uspešnost usvojenih planova reorganizacije i to kroz: promene u ključnim upravljačkim predstečajnim strukturama kompanije, uključivanje predstečajnih vlasnka u upravljanje kompanijom i uvođenje poverilačkih organa kao nadzornog tela koje prati sprovođenje usvojenog plana reorganizacije. Druga grupa nezavisnih varijabli ispituje uticaj primenjene stečajne procedure i vremena provedenog u stečaju na uspešnost usvojenih planova reorganizacije i UPPR-ova.

Prva grupa nezavisnih varijabli

Promena predstečajne upravljačke strukture – Promena predstečajnih upravljačkih struktura povećava uspešnost stečajne reorganizacije, Hotchkiss (1995), Bogan & Sandler (2012), Evans i dr. (2014). U zemljama sa slabom zaštitom interesa manjinskih akcionara i ostalih investitora kompanija, i nedovoljnom transparentnošću poslovanja, kao što je Republika Srbija, vlasnici i menadžment kompanija često vrše zloupotrebu ovlašćenja u cilju ostvarivanja ličnih koristi. Uvođenje novog menadžmenta i manje uključivanje predstečajnih vlasnika u menadžment kompanija može da ubrza promene u kompanijama u finansijskim teškoćama, ali

i da ima disciplinujući karakter na menadžere koji ostanu u kompaniji nakon obustave stečaja. Da bi smo analizirali uticaj internih mehanizama korporativnog upravljanja na uspešnost usvojenih planova reorganizacije, u istraživanje smo uveli sledeće objašnjavajuće varijable:

1. MANG CHANGE* – Veštačka varijabla koja uzima sledeće vrednosti: vrednost 1 ukoliko je prisutna promena ključnog menadžmenta kompanije, uključujući i predstečajnih vlasnika koji su bili uključeni u upravljanje kompanijom, u periodu T0 ili T+1; vrednost 0 u slučaju da su ključne upravljačke strukture kompanije ostale nepromenjene u relevantnom periodu. U istraživanju je pretpostavljeno da postoji negativna korelacija između varijable MANG CHANGE* i zavisne varijable SECOND BANKR;
2. OWN MANG* – Veštačka varijabla koja uzima sledeće vrednosti: vrednost 1 u slučaju da su predstečajni vlasnici sa udelom u kapitalu kompanije koji nije manji od 10%, ili članovi njihovih porodica bili na ključnim upravljačkim pozicijama u kompaniji u T0 i T+1; vrednost 0 u slučaju da predstečajni vlasnici, ili članovi njihovih porodica nisu bili na ključnim upravljačkim funkcijama u kompaniji u T0 i T+1. Ključne upravljačke funkcije uključuju: predsednika kompanije, direktora, generalnog direktora, predsednika odbora direktora i predsednika nadzornog odbora. Pretpostavljeno je postojanje pozitivne korelacije između varijable OWN MANG* i zavisne varijable SECOND BANKR, odnosno kompanije u kojima su predstečajni vlasnici uključeni u menadžment u periodu T0 i T+1 sporije uvode promene, i ovo povećava verovatnoću da će se nad kompanijom ponovo otvoriti stečaj.

Poverilački organi – Zbog činjenice da ključni poverioci, prevashodno banke, imaju potencijal da menjaju postojeće interne mehanizme korporativnog upravljanja u kompanijama u finansijskim teškoćama (dokazano na primeru nemačkih i američkih kompanija), prisustvo poverilačkih organa može da poveća uspešnost stečajnih reorganizacija. U cilju ispitivanja uticaja poverilačkih organa na uspešnost stečajne reorganizacije na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama, u istraživanje smo uveli sledeće objašnjavajuće varijable:

1. CREDITORS BOARD – Veštačka dihotomna varijabla koja uzima sledeće vrednosti: vrednost 1 u slučaju da je formiran poverilački organ u periodu T+1; vrednost 0 u slučaju da plan reorganizacije ili UPPR ne predviđa formiranje poverilačkih organa u

T+1. Pretpostavka je da postoji negativna korelacija između varijable CREDITORS BOARD i zavisne varijable SECOND BANKR, odnosno kontrola poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama je bolja ukoliko je imenovan poverilački organ u periodu T+1, a što smanjuje verovatnoću ponovnog otvaranja stečaja nad kompanijom;

2. BOARD SIZE RES – Projektovana vrednost reziduala u modelu u kome je varijabla CREDITORS BOARD regresirana na varijablu BOARD SIZE. Varijabla BOARD SIZE predstavlja broj članova poverilačkog organa koji je formiran u T+1 periodu. U analizi je korišćena pretpostavka da između varijabli BOARD SIZE RES i SECOND BANKR postoji pozitivna korelacija jer su veći poverilački organi manje efikasni u kontroli poslovanja kompanija, a što povećava rizik ponovnog apliciranja kompanije za stečaj;
3. BANK RES – Projektovana vrednost reziduala u modelu u kome je varijabla CREDITORS BOARD regresirana na varijablu BANK. Varijabla BANK predstavlja udeo glasačkih prava banaka u poverilačkim organima. Napred pomenuta modifikacija objašnjavajućih varijabli je izvršena u cilju otklanjanja multikolinearnosti koja je identifikovana između varijabli CREDITORS BOARD i varijable BANK. Isti pristup u otklanjanju multikolinearnosti su primenili i autori Fang i dr. (2011: 509). U istraživanju je korišćena pretpostavka da postoji negativna korelacija između varijable BANK RES i SECOND BANKR, odnosno da banke kao ključni poverioci kompanija u finansijskim teškoćama, imaju veći interes da vrše kontrolu poslovanja kompanija u poređenju sa ostalim poveriocima, a što može da ograniči oportunističko ponašanje vlasnika i menadžmenta kompanija, i spreči ponovno otvaranje stečaja nad kompanijom.

Druga grupa nezavisnih varijabli

Primenjena sečajna procedura – U srpskim kompanijama koje podnesu predlog za pokretanje stečaja sa planom reorganizacije, kontinuitet poslovanja je manje narušen jer menadžment i vlasnici kompanije i dalje zadržavaju kontrolu nad poslovanjem kompanije u toku stečajnog postupka. U slučaju planova reorganizacije koji se podnose nakon otvaranja stečaja, stečajni upravnik zastupa kompaniju sve do obustave stečaja, a vlasnička prava se suspenduju. Imajući u vidu da interesi stečajnog upravnika ne moraju, i najčešće nisu, u funkciji

kreiranja vrednosti kompanija u finansijskim teškoćama, značajan deo „going concern" vrednosti može da se uništi u toku stečajnog postupka. Gubitak ove vrednosti se negativno odražava na mogućnost kompanije da održi kontinuitet poslovanja nakon usvajanja plana reorganizacije. Shodno navedenom, možemo očekivati da će uspešnost stečajnih reorganizacija biti veća u slučaju kompanija koje su podnele UPPR u poređenju sa kompanijama koje su podnele plan reorganizacije nakon otvaranja stečaja. Da bi smo ispitali uticaj primenjene stečajne procedure na uspešnost stečajne reorganizacije, u istraživanju ćemo koristiti veštačku varijablu PREPACK koja uzima vrednost 1 u slučaju da je kompanija podnela UPPR, odnosno vrednost 0 u slučaju da je kompanija podnela plan reorganizacije nakon otvaranja stečaja.

Vreme provedeno u stečaju – U više navrata smo napomenuli da duže vreme provedeno u stečaju povećava ukupne troškove stečaja i negativno utiče na „going concern" vrednost kompanije. Shodno napred navedenom, možemo očekivati postojanje pozitivne korelacije između vremena koje kompanija provede u stečaju i ponovnog otvaranja stečaja nad kompanijom. Testiranje ove korelacije će se izvršiti upotrebom varijable BANKRUPTCY TIME koja predstavlja logaritam od zbira vrednosti 1 i broja meseci koji kompanija provede u stečajnom postupku, odnosno log (1 + broj meseci proveden u stečajnom postupku).

6.7.2. Modeli za analizu uspešnosti usvojenih planova reorganizacije i UPPR-ova

Na osnovu varijabli koje su definisane u delu 6.7.1., formulisali smo sledeća dva modela:

(1) Ponovno apliciranje kompanije za stečaj = f (promena predstečajne upravljačke strukture, imenovanje poverilačkih organa), i relevantan model je:

$$\text{SECOND BANKRUPTCY}(1,0) = \beta 1 \times \text{MANG CHANGE}^* + \beta 2 \times \text{OWN MANG}^* + \beta 3 \times \text{CREDITORS BOARD} + \beta 4 \times \text{BOARD SIZE RES} + \beta 5 \times \text{BANK RES} + \varepsilon$$

(2) Ponovno apliciranje kompanije za stečaj = f (primenjena stečajna procedura, vreme provedeno u stečaju), i relevantan model je:

$$\text{SECOND BANKRUPTCY}(1,0) = \beta 1 \times \text{PREPACK} + \beta 2 \times \text{BANKRUPTCY TIME} + \varepsilon$$

gde je ε slučajna greška.

6.7.3. Rezultati analize uspešnosti stečajne reorganizacije u Republici Srbiji

U modelima koji su definisani za potrebe analize uspešnosti stečajne reorganizacije nismo detektovali prisustvo autokorelacije i multikolinearnosti. Rezultati statistika dobijenih primenom logit i OLS modela ukazuju da prvi model ima bolju prognostičku sposobnost od drugog modela, detalji se mogu videti Tabeli 35 i Tabeli 36. Na osnovu rezultata dobijenih primenom logit modela se može zaključiti da nijedna od objašnjavajućih varijabli koju smo definisali u modelima 1 i 2 nema statistički značajan uticaj na zavisnu varijablu SECOND BANKR na nivou značajnosti od 0,05, dok na nivou značajnosti od 0,1 objašnjavajuća varijabla BOARD SIZE RES ima statistički značajan uticaj na zavisnu varijablu SECOND BANKR. Kada se pogledaju rezultati OLS modela, varijabla BOARD SIZE RES ima statistički značajan uticaj na zavisnu varijablu SECOND BANKR na nivou značajnosti od 0,05. Koeficijenti regresije koji su dobijeni primenom logit modela su veći nego u slučaju primene OLS modela, a što je posledica prisustva heteroskedastičnosti. Pored razlika u vrednosti koeficijenata regresije dobijenih primenom logit i OLS modela, postoje razlike i predznaku ovih koeficijenata. Predznak koeficijenata dobijenih primenom logit modela je usaglašen sa polaznim pretpostavkama u slučaju varijabli MANG CHANGE*, OWN MANG* i BOARD SIZE RES, dok za ostale varijable nije usaglašen sa korišćenim pretpostavkama. Predznak koeficijenata u OLS modelu je usaglašen sa polaznim pretpostavkama u slučaju varijabli CREDITORS BOARD, BOARD SIZE RES i PREPACK, dok u slučaju ostalih varijabli nije usaglašen; detalji se mogu videti u Tabeli 37 i Tabeli 38. Zbog prisustva heterosledastičnosti usvajamo rezultate OLS modela koji daje efikasnije ocene od logit modela, i na nivou značajnosti od 0,05 delimično prihvatamo prvu pothipotezu, dok drugu odbacujemo.

Tabela 35. Moć predviđanja modela korišćenih u istraživanju uspešnosti stečajne reorganizacije (logit model)

Observed		Prvi model			Drugi model		
		OWN CHANGE		% Correct	OWN CHANGE		% Correct
		0	1		0	1	
OWN CHANGE	0	59	3	95,20	61	1	98,40
	1	16	5	23,80	21	0	0,00
Overall Percentage				77,10			73,50
Nagelkerke R Square		0,152			0,056		
Hosmer and Lemeshow Test-sig.		0,293			0,089		

Tabela 36. Moć predviđanja modela korišćenih u istraživanju uspešnosti stečajne reorganizacije (OLS model)

10	Prvi model			
R-sq	F	df1	df2	p
0,093	2,241	5,000	77,000	0,059
10	Drugi model			
R-sq	F	df1	df2	p
0,037	1,650	2,000	80,000	0,197

Tabela 37. Sumarni rezultati analize uspešnosti stečajne reorganizacije (logit model)

Prvi model							
47 rijable u modelu							
		B	S.E.	Wald	Df	Sig.	Exp(B)
Step 1[a]	MANG CHANGE*	-0,153	0,558	0,075	1	0,784	0,858
	OWN MANG*	0,561	0,588	0,911	1	0,340	1,753
	CREDITORS BOARD	1,120	1,078	1,080	1	0,299	3,065
	BOARD SIZE RES	3,995	2,133	3,507	1	0,061	54,336
	BANK RES	1,045	1,405	0,553	1	0,457	2,842
	Constant	-2,091	0,869	5,794	1	0,016	0,124
a. Redosled uključivanja varijabli u prvom koraku: MANG CHANGE*, OWN MANG*, CREDITORS BOARD, BOARD SIZE RES, BANK RES							
Drugi model							
32 rijable u modelu							
		B	S.E.	Wald	Df	Sig.	Exp(B)
Step 1[a]	PREPACK	1,075	0,675	2,539	1	0,111	2,929
	BANKRUPTCY TIME	-1,910	1,288	2,200	1	0,138	0,148
	Constant	0,390	1,119	0,122	1	0,727	1,477
a. Redosled uključivanja varijabli u prvom koraku: PREPACK, BANKRUPTCY TIME							

Tabela 38. Sumarni rezultati analize uspešnosti stečajne reorganizacije (OLS model)

Prvi model				
	Coeff	SE(HC)	t	P> |t|
Constant	0,313	0,099	3,171	0,002
MANG CHANGE*	0,014	0,103	0,132	0,896
OWN MANG*	-0,074	0,112	-0,663	0,509
CREDITORS BOARD	-0,060	0,097	-0,622	0,536
BOARD SIZE RES	0,453	0,179	2,533	0,013
BANK RES	0,188	0,258	0,727	0,470
Dr 10 nodel				
	Coeff	SE(HC)	t	P> |t|
Constant	0,711	0,273	2,604	0,011
PREPACK	-0,196	0,130	-1,505	0,136
BANKRUPTCY TIME	-0,332	0,201	-1,649	0,103

6.8. Ograničenja istraživanja

Rezultati u ovom istraživanju nailaze na nekoliko bitnih ograničenja. Prvo ograničenje se ogleda u činjenici da je broj jedinica posmatranja mali, a vremenski horizont nedovoljno dug da bi se rezultati istraživanja generalizovali. Drugo ograničenje se odnosi na pojavu autokorelacije u modelima koji proučavaju uticaj stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu, a koja se nije mogla otkloniti u momentu istraživanja. Usled uticaja auokorelacije, prognoze koje su zasnovane na koeficijentima regresije mogu biti suboptimalne (neefikasne). Treće ograničenje se odnosi na primenu knjigovodstvenih podataka koji u uslovima razvijene prakse "kreativnog" računovodstva u sebi kriju gubitke i čine finansijske pokazatelje korišćene u ovom istraživanju nepouzdanim. Zbog činjenice da tržišni pokazatelji za većinu kompanija iz uzorka ne postoje, nismo mogli pronaći adekvatnu zamenu za knjigovodstvene podatke. Četvrto ograničenje se odnosi na činjenicu da u ispitivanju uticaja stečajne reorganizacije na ključne upravljačke strukture nismo pravili razliku između prinudnog i dobrovoljnog odlaska top menadžmenta kompanije. Uprkos napred navedenim ograničenjima, rezultati do kojih smo došli mogu biti dobra polazna osnova za buduća istraživanja iz ove oblasti u zemljama u tranziciji.

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA, IMPLIKACIJE NA POSTOJEĆU PRAKSU I PREPORUKE ZA BUDUĆA ISTRAŽIVANJA

Ova disertacija ima dva osnovna cilja: 1) da ispita uticaj stečajne reorganizacije na ključne mehanizme korporativnog upravljanja, i 2) oceni uspešnost stečajne reorganizacije, i ispita uticaj pojedinih faktora koji doprinose rehabilitaciji kompanija u finansijskim teškoćama u Republici Srbiji. Da bi smo ostvarili napred navedene ciljeve, sproveli smo tri nezavisna istraživanja na primeru 83 velike i srednje kompanije u privatnom vlasništvu organizovane u formi akcionarskog društva ili društva sa ograničenom odgovornošću, a nad kojima je pokrenut stečaj posle 01.01.2008. godine i isti obustavljen usled usvajanja plana reorganizacije ili UPPR-a u periodu 01.01.2009. – 30.06.2015. Primenom logit i OLS metode smo došli do sledećih zaključaka:

- Predstečajna vlasnička struktura je ostala nepromenjena u gotovo 80% kompanija iz uzorka. U 67% kompanija u kojima je bila prisutna promena predstečajne vlasničke strukture, ista je bila rezultat mere konverzije duga u kapital koja je sprovedena neposredno nakon obustave stečaja. U predviđanju promena vlasničke strukture najveći značaj imaju varijable OWN MANG i LIQUIDITY, odnosno u našem uzorku promene vlasničkih struktura su bile više prisutne u slučaju kompanija kod kojih vlasnici nisu bili uključeni u njihov menadžment u predstečajnom periodu, kao i u kompanijama koje su imale lošiju likvidnost u godini koja prethodni pokretanju prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranju stečaja. Uticaj ostalih varijabli na predstečajnu vlasničku strukturu nije bio statistički značajan na nivou značajnosti od 0,05. Pored napred navedenog, u 53% kompanija iz uzorka predstečajni vlasnici ili članovi njihovih porodica su bili na ključnim upravljačkim pozicijama u kompaniji nakon obustavljanja stečaja.
- Top menadžment koji nema vlasnički udeo u kompaniji gubi sigurnost zaposlenja u slučaju kada se nad kompanijom pokrene stečaj. U 38% posmatranih kompanija je došlo do promene predstečajne strukture top menadžmenta, i ove promene su se javile istim intenzitetom u toku stečajnog perioda i jednu godinu neposredno nakon usvajanja plana reorganizacije i UPPR-a. U predviđanju promena predstečajne strukture top menadžmenta najveći značaj imaju varijable Log(AT) i PREPACK, odnosno top menadžment je imao veću sigurnost zaposlenja u manjim kompanijama u finansijskim

teškoćama i kompanijama koje su podnele plan reorganizacije sa predlogom za pokretanje stečaja tj. koristile proceduru UPPR-a. Uticaj ostalih posmatranih varijabli na predstečajnu strukturu top menadžmenta nije bio statistički značajan na nivou značajnosti od 0,05.

- Od ukupno 83 kompanije koje su usvojile plan reorganizacije ili UPPR u posmatranom periodu, nad 21 kompanijom je ponovo bio otvoren stečaj zaključno sa 31.12.2015. Varijabla BOARD SIZE RES je imala najveći statistički značaj na ponovno apliciranje kompanija za stečaj, odnosno kompanije u kojima je formiran poverilački organ nakon obustave stečaja koji je imao veći broj članova su imale veću verovatnoću ponovnog apliciranja za stečaj. Uticaj ostalih posmatranih objašnjavajućih varijabli nije bio statistički značajan na nivou značajnosti od 0,05.

Pored faktora koji su napred navedeni, uočili smo da pojedine objašnjavajuće varijable mogu imati statistički značajan uticaj na ključne mehanizme korporativnog upravljanja na primeru kompanija koje posluju u zemljama u tranziciji, ali bi donošenje zaključaka o njihovom uticaju zahtevalo značajno proširivanje uzorka i praćenje stečajne reorganizacije u dužem periodu.

Sledeći faktori su opredelili dobijanje napred navedenih rezultata:

- U uslovima slabe zaštite interesa manjinskih akcionara i pasivnog ponašanja ključnih poverilaca kompanija u finansijskim teškoćama, koncentracija vlasništva i uključivanje vlasnika u menadžment kompanija predstavlja efikasan mehanizam za upravljanje agencijskim problemom. Na ovaj način se stvara visoka zavisnost poslovanja srpskih kompanija od vlasničkih struktura, i ovo umanjuje spremnost učesnika stečaja da vrše promene vlasničkih struktura kompanija u toku stečajnog postupka i nakon obustave stečaja. Pored navedenog, promene vlasničkih struktura su otežane nepostojanjem tržišta za promet akcijama i udelima kompanija u finansijskim teškoćama.
- Top menadžeri srpskih kompanija nad kojima se otvori stečaj se nalaze pod velikim pritiskom jer su njihove odluke najvećim delom doprinele da se kompanija suoči sa finansijskim teškoćama i rizikom stečaja. Velike kompanije imaju veću mogućnost privlačenja kvalitetnog kadra, pa je i sigurnost zaposlenja menadžera u njima manja.

Menadžeri mogu da utiču na sigurnost svoga zaposlenja blagovremenim apliciranjem kompanije za stečaj, a što se prevashodno ostvaruje kroz podnošenje UPPR-a jer ova procedura omogućava postojećim menadžerskim strukturama da nastave da upravljaju kompanijom nakon pokretanja stečaja.

- Iako su rešenja koja primenjuje Zakon o stečaju u delu reorganizacije u velikoj meri usaglašena sa američkim i nemačkim stečajnim zakonodavstvom, njihova primena u drugačijim makroekonomskim uslovima daje lošije rezultate nego što je to slučaj sa zemljama po čijem uzoru je Zakon o stečaju pisan. Pored navedenog, postojeća zakonska rešenja u delu reorganizacije ne stimulišu ulaganja u kompanije u finansijskim teškoćama, kao ni oprost dugova ovim kompanijama, a što umanjuje mogućnost uspešnog sprovođenja usvojenih planova reorganizacije i UPPR-ova u Republici Srbiji.
- Ključni poverioci su poslednjih godina počeli više da se uključuju u kontrolu poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama. Ova kontrola se najčešće ostvaruje kroz formiranje odbora poverilaca ili drugog nadzornog tela nakon obustave stečaja. Iako ovi organi mogu da smanje oportunističko ponašanje vlasnika i menadžmenta kompanija u finansijskim teškoćama i promene praksu korporativnog upravljanja u srpskim kompanijama, struktura i veličina ovih organa primarno određuje njihovu efikasnost. U slučaju da ovi organi imaju veliki broj članova, oni postaju manje efikasni u praćenju usvojenih planova reorganizacije i UPPR-ova, a što se negativno odražava na uspešnost stečajne reorganizacije.

U kontekstu istraživačkih pitanja koja su formulisana u ovoj tezi, možemo izvući sledeće zaključke:

- Stečajna reorganizacija ima potencijal da menja postojeće mehanizme korporativnog upravljanja u kompanijama u finansijskim teškoćama koje posluju u zemljama u tranziciji, ali je ovaj potencijal primarno određen praksom korporativnog upravljanja, pravnim i ekonomskim okruženjem konkretne zemlje. Na ovaj način stečajna reorganizacija može da postane eksterni mehanizam korporativnog upravljanja u kompanijama u finansijskim teškoćama koje posluju u zemljama u tranziciji, ali ista mora biti podržana reformama pravnog sistema, razvojem institucija i promenom ponašanja ključnih stejkholdera kompanija.

- Uticaj stečajne reorganizacije na interne mehanizme korporativnog upravljanja konkretne kompanije je određen sledećim faktorima: veličinom kompanije, njenom likvidnošću, uključenošću vlasnika u menadžment kompanija i primenjenom stečajnom procedurom. Postojanje uticaja ostalih faktora na mehanizme koropративnog upravljanja srpskih kompanija u finansijskim teškoćama se ne može odbaciti, ali na ovom nivou istraživanja stečajne reorganizacije se ne može ni potvrditi.
- Promena internih mehanizama korporativnog upravljanja, primenjena stečajna procedura i vreme provedeno u stečaju ne utiču na uspešnost usvojenih planova reorganizacije i UPPR-ova u Republici Srbiji. Sa druge strane uvođenje poverilačkih organa sa manjim brojem članova može da poveća uspešnost usvojenih planova reorganizacije i UPPR-ova. Za donošenje konačnog zaključka da li ovi faktori utiču na uspešnost stečajnih reorganizacija u zemljama u tranziciji potrebno je sprovesti istraživanje na većem uzorku i u dužem vremenskom periodu.
- Stečajna reorganizacija ima potencijal da kreira vrednost na nivou svih stejkoldera kompanija samo ukoliko se usvojeni planovi reorganizacije i UPPR-ovi sprovedu do kraja, a obustava u njihovoj primeni prevashodno umanjuje vrednost potraživanja razlučnih poverilaca, dok su gubici vlasnika kompanija najmanji.

Unapređenje postojeće prakse korporativnog upravljanja i povećanje uspešnosti stečajne reorganizacije u Republici Srbiji zahteva sledeće:

- Reforme stečajnog zakonodavstva, kompanijskog prava i poreskih propisa na način da se stimulišu ulaganja u kompanije u finansijskim teškoćama i podstakne oprost dugova ovih kompanija.
- Veća direktna finansijska podrška države kompanijama u finansijskim teškoćama, i kreiranje ambijenta koji bi privukao investitore specijalizovane za ulaganja u kompanije u finansijskim teškoćama.
- Efikasnije procesuiranje krivičnih dela, podsticanje odgovornog ponašanja ključnih stejkholdera kompanije, veći zahtevi za transparentnošću poslovanja i blagovremeno apliciranje za stečaj srpskih kompanija u finansijskim teškoćama.
- Aktivno uključivanje ključnih poverilaca, a pre svega banaka, u menadžment i kontrolu poslovanja kompanija kojima se poveravaju resursi.

- Uvođenje kompenzacionih šema za menadžment i vlasnike kompanija u finansijskim teškoćama koje su usko povezane sa uspešnošću u sprovođenju usvojenih planova reorganizacije i UPPR-ova.

Ovo su samo neke od ključnih mera koje bi mogle povećati uspešnost stečajne reorganizacije u narednom periodu u Republici Srbiji, i sprečiti ulazak bankarskog sektora u sistemsku krizu izazvanu rastom NPL kredita.

Rezultati koji su izloženi u ovoj disertaciji predstavlja polaznu osnovu za buduća istraživanja u ovoj oblasti. U ovom kontekstu predlažemo ispitivanje uticaja troškova stečaja, finansijskih performansi i granske pripadnosti kompanija na uspešnost stečajne reorganizacije, kao i praćenje uticaja stečajne reorganizacije na ključne mehanizme korporativnog upravljanja kompanija u finansijskim teškoćama u Republici Srbiji, ali i zemljama iz regiona koje se suočavaju sa rastućim obimom NPL kredita koji preti stabilnosti bankarskog sektora.

LITERATURA

Akademski članci i knjige

1. Abatecola, G., Farina, V. & Gordini, N. (2011). Empirical Research on Corporate Distress: Assessing the Role of the Boards of Directors. XX Tor Vergata Conference on Money, Banking and Finance: Actors, Rules and Policies after the Global Financial Crisis.
2. Altman, E.I. (1984). The Success of Business Failure Prediction Models: An International Survey. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 8, No. 2, str. 171-198.
3. Altman, E.I. (2002). *Bankruptcy, Credit Risk, and High Yield Junk Bonds*. Malden, MA: Blackwell Publishers.
4. Altman, E.I. (2010). Avoiding Chapter 22: Why Post-Emergence Liquidity, Profitability and Leverage make all the Difference. *Navigating Today's Environment: The Director's and Officer's Guide to Restructuring*. John Butler Jr. ed., Globe White Page Ltd [online], str. 1-13. Dostupno na: http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/Altman_chapter_Insol_America.pdf [Pristupljeno 10.06.2015.].
5. Altman, E.I. & Hotchkiss, E. (2006). *The costs of Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt*. New Jersey: John Wiley& Sons, Inc.
6. Andrade, G. & Kaplan, S.N. (1997). How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed. National Bureau of Economic Research Working Paper 6145.
7. Arsić, M. (2011). Reform of State Owned and Public Enterprises. *FREN*. Quarterly Monitor. No. 28 • January–March 2012, str. 76-82.
8. Asquith, P., Gertner, R. & Scharfstein, D. (1994). Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-Bond Issuers. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 109, No. 3, str. 625-658.

9. Ayotte, K. & Morrison, E.R. (2008). Creditor Control and Conflict in Chapter 11. *Columbia Law and Economics Research Paper No. 321.* Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1081661. Pristupljeno 07.01.2016.].
10. Balsmeier, B. & Czarnitzki, D. (2010). Ownership Concentration, Institutional Development and Firm Performance in Central and Eastern Europe. ZEW Discussion Paper No. 10-096
11. Bayliss, K. (2005). Post-conflict Privatisation: A Review of Developments in Serbia and Bosnia and Herzegovina. Economics and Statistics Analysis Unit (ESAU), Overseas Development Institute. Working Papers 01/2005
12. Baird, D.G.& Rasmussen, R.K. (2002). The End of Bankruptcy. *Stanford Law Review*. Vol. 55, str. 751-789.
13. Baird, D. G. & Rasmussen, R. K. (2003). Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 03-18; U Chicago Law & Economics, Olin Working Paper No. 201.
14. 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.
15. Baums, T. & Scott, K.E. (2003). Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany. Stanford Law and Economics Olin Working Paper. Dostupno na: Pristupljeno 02.05.2015.].
16. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=473185
17. Beaver, W. (1966). Financial Ratios as Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research.* Vol. 4, str. 71-111.
18. Bebchuk, L.A. (2000). Using Options to Divide Value in Corporate Bankruptcy. NBER Working Paper No. 7614. Dostupno na: http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/nber7614.00.pdf. [Pristupljeno 02.06.2015.].
19. Betker, B. (1997). The Administrative Costs of Debt Restructurings: Some Recent Evidence. *Financial Management*. Vol. 26, No. 4, pp. 56-68.
20. Betker, B., Ferris, S.P. & Lawless, R.M. (1999). Warm with Sunny Skies: Disclosure Statement Forecasts. *American Bankruptcy Law Journal.* Vol. 73, Part 4. Dostupno na:

http://ssrn.com/abstract=177508 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.177508 . [Pristupljeno 18.10.2015.].

21. Bhagat, S., Brickley, J.A. & T Coles, J.L. (1994). The Costs of Inefficient Bargaining and Financial Distress: Evidence from Corporate Lawsuits. *Journal of Financial Economics*. Vol. 35, No. 2, str. 221-247.
22. Boone, A. L. & Mulherin, J. H. (2000). Comparing Acquisitions and Divestitures Dostupno na: http://ssrn.com/abstract=218145 [Pristupljeno 12.02.2016.].
23. Bhagat S., Moyen, N. & Suh, I. (2005). Investment and Internal Funds of Distressed Firms. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 11, str. 449–472.
24. Bilal, B., Sehar, N.U., Khan, J. & Tufail, S. (2013). An Investigation of Costs of Financial Distress in Case of On-going Manufacturing Firms of Pacistan. *Management and Administrative Sciences Review*, Vol. 2, No. 4, str: 413-422.
25. Bisogno, M. & De Luca, R. (2012). Indirect Costs of Bankruptcy: Evidence from Italian SMEs. *Journal of Accounting and Finance.* Vol. 2, No. 1, str. 20-30.
26. Bogan, V.L. & Sandler, C.M. (2012). Are Firms on the Right Page with Chapter 11? An Analysis of Firm Choices that Contribute to Post-Bankruptcy Survival. *Applied Economics Letters.* Vol. 19, No. 7, str. 609-613.
27. Borman, F. (1982). The Growing Bankruptcy Brigade. *TIME magazine.*
28. Branch, B. (2002). The Costs of Bankruptcy. *International Review of Financial Analysis*. Vol. 11, No. 1, str. 39-57.
29. Brunner, A. & Krahnen, J.P. (2008). Multiple Lenders and Corporate Distress: Evidence on Debt Restructuring. *Review of Economic Studies*. Vol. 75 No. 2, str. 415-442
30. Cerović, S., Stanisić, N., Radojević, T. & Radović, N. (2014). The Impact of Ownership Structure on Corporate Performance in Transitional Economies. *Amfiteatru Economic*. Vol. 7, No. 38, str. 441-454.
31. Chatterjee, S., Dhillon, U.S. & Ramírez, G.G. (2004). Debtor-in-Possession Financing. *Journal of Banking and Finance*. Vol. 28, No. 12, str. 3097-3112.
32. Chen, G. & Merville, L. (1999). An Analysis of the Underreported Magnitude of the Total Indirect Costs of Financial Distress. *Review of Quantitative Finance and Accounting.* Vol. 13, No.3, str. 277-293.

33. Chen, L. J. & Chen, S. Y. (2011). The Influence of Profitability on Firm Value with Capital Structure as the Mediator and Firm Size and Industry as Moderators. *Investment Management and Financial Innovations.* Vol. 8, No. 3, str. 121-129.
34. Claessens, S. & Klapper, L. (2006). Insolvency Laws around the World – A Statistical Analysis and Rules for Their Design. CESifo DICE Report, str. 9-15.
35. Cooley, G. & Kronish L.L.P. (2010). Current Developments in Bankruptcies and Workouts to Keep You Ahead of the Curve. *Bilten američke advokatske kancelarije Cooley, Godward, Kronish LLP: Absolute Priority*, str. 8.
36. Copeland, T., Koller, T.M. & Murrin J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies.* New York: Wiley, 5 izdanje.
37. Cortavarria, L., Dziobek, C., Kanaya, A. & Song, I. (2000). Loan Review, Provisioning, and Macroeconomic Linkages. International Monetary Fund Working Paper 00/ 195
38. Dahiya, S., John, K., Puri, M.& Ramirez, G. (2003). Debtor-in-Possession Financingand Bankruptcy Resolution: Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics.* Vol 69, No. 1, str. 259–280.
39. Daily, C.M. & Dalton, D.R. (1995). CEO and Director Turnover in Failing Firms: An Illusion of Change? *Strategic Management Journal*. Vol. 16, No. 5, str. 393-400.
40. Dalborg, H. (1999). Shareholder Value in Banking. Paper presented to the May 1999 session of the Institute International d "Etudes Bancaire.
41. Davydenko, S.A. & Franks, J.R. (2005). Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany and UK. *London Business School - Institute of Finance and Accounting; Centre for Economic Policy Research (CEPR); European Corporate Governance Institute (ECGI).* Dostupno na: http://www.hertig.ethz.ch/LE_2005_files/Papers/Franks_Bankruptcy.pdf [Pristupljeno 14.09.2015.].
42. Denis, D.J. & Denis, D.K. (1995a). Causes of Financial Distress Following Leveraged Recapitalization. *Journal of Financial Economics.* Vol. 37,No. 2, str. 129-157.
43. Denis, D.J. & Denis, D.K. (1995b). Performance Changes Following Top Management Dismissals. *Journal of Finance*. Vol. 50, No. 4, str. 1029–57.

44. Dewaelheyns, N. & Hulle, C.V. (2009). Filtering Speed in a Continental European Reorganization Procedure. *International Review of Law and Economics*. Vol. 29, No. 4, str. 1-39.

45. Djankov, S., McLiesh, C. & Andrei Shleifer, (2005). Private Credit in 129 Countries. NBER Working Paper 11078, Issued in January 2005, dostupno na: http://www.nber.org/papers/w11078 [Pristupljeno 20.09.2015.].

46. Djankov, S., Hart, O., McLiesh, C. & Andrei Shleifer (2008). Debt Enforcement Around the World. *Journal of Political Economy*. Vol. 116, No. 6, str. 1105-1149.

47. Dumičić, M. (2015). Kratak uvod u svijet makroprudencijalne politike. *Pregledi P-26. Hrvatska narodna banka.*

48. Eberhart, A., Altman, E. & Aggarwal, R. (1999). The Equity Performance of Firms Emerging from Bankruptcy. *The Journal of Finance*. Vol. 54, No. 5, str. 1855-1868. Dostupno na: http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/0022-1082.00169/abstract [Pristupljeno 20.07.2015.].

49. Eckbo, B. E., Thorburn, K. S. & Wang, W. (2012). How Costly is Corporate Bankruptcy for the CEO? Tuck School of Business Working Paper No. 2012-109. Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2138778 [Pristupljeno 20.01.2016.].

50. Efthyvoulou, G. & Yildirim, C. (2014). Market Power in CEE Banking Sectors and the Impact of the Global Financial Crisis. *Journal of Banking & Finance*. Vol 40, str. 11-27.

51. Eichner, T. (2010). *Restructuring and turnaround of distressed manufacturing firms: An international empirical study*. New York: Peter Lang, prvo izdanje.

52. Eisenberg, T. & LoPucki. L.M. (1998). Shopping for Judges: An Empirical Analysis of Venue Choice in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies. *Cornell Law Review*. Vol. 84., str. 967-1003.

53. Evans, J. H., Luo, S. & Nagaraja, N. J. (2014). CEO Turnover, Financial Distress and Contractual Innovations. *The Accounting Review*. Vol. 89, No. 3, str. 959–990.

54. Fang, Y., Hasan, I. & Marton, K. (2011). Bank Efficiency in South-Eastern Europe. *Economics of Transition*. Vol. 19, No. 3, str. 495-520.

55. Fitzpatrick, P.J. (1934). Transitional Stages of a Business Failure. *The Accounting Review*. Vol. 9, No. 4, str. 337-340.

56. Franks, J.R. & Mayer, C. (2001). Ownership and Control of German Corporations. *The Review of Financial Studies.* Vol. 14, No. 4 [online]. Dostupno na: http://ssrn.com/abstract=247501 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.247501 [Pristupljeno 5.4.2015.].

57. Gangopadhyay, S. & Wihlborg, C. (2001). The Impact of Bankruptcy Rules on Risky Project Choice and Skill Formation under Credit Rationing. EFA 2002 Berlin Meetings Presented Paper; CBS Department of Finance Working Paper No. 2001-5

58. Georg, T.J. & Hwang, C.Y. (2006). Leverage, Financial Distress and the Cross Section of Stock Returns. *[online]*. Dostupno na: http://www.fin.ntu.edu.tw/~conference/conference2006/proceedings/proceeding/2/2-3(A74).pdf. [Pristupljeno 20.01.2016.].

59. Gertner, R. & Scharfstein, D.S. (1991). A Teory of Workouts and the Effects of Reorganization Law. *The Journal of Finance*. Vol. 46, No. 4, str. 1189-1222.

60. Gilbert, L.R, Menon, K. & Schwartz, K. (1990). Predicting Bankruptcy for Firms in Financial Distress. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 17, No. 1, str. 161-171.

61. Gilson, S. (1989). Management Turnover and Financial Distress. *Journal of Financial Econo*mics. Vol. 25, No. 2, str. 241–262.

62. Gilson, S. (1990). Bankruptcy, Boards, Banks, and Blockholders. *Journal of Financial* Economics, Vol. 27, No. 2, str. 355-387.

63. Gilson, S. (1995). Investing in Distressed Situations: A Market Survey. *Financial Analysts Journal*. Vol. 51, No. 6, str. 8-27.

64. Gilson, S. (1997). Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms. *The Journal of Finance*. Vol. 52, No. 1, str. 161-196.

65. Gilson, S., John, K. & Lang, L. (1990). Troubled Debt Restructurings: An Empirical Analysis. *The Journal of Financial Economics*. Vol. 30, str. 315-353.

66. Gilson, S. C. & Vetsuypens, M. R. (1993). CEO Compensation in Financially Distressed Firms: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*. Vol. 48, No. 2, str. 425-458.

67. Gilson, S. C., Hotchkiss E.S. & Ruback, R.S. (2000). Valuation of Bankrupt Firms. *Review of Financial Studies. Vol.* 13, No. 1, str. 43–74.
68. Giné, X. & Love, I. (2006). Do Reorganization Costs Matter For Efficiency? Evidence From A Bankruptcy Reform In Colombia. Policy Research Working Paper 3970 World Bank.
69. Goffman M.J., Panagakis, N. G., Turetsky, M. D. & Ziman, K. (2015). Trends in Chapter 11 Filings, Venue and Proposed Reforms. *Skadden's 2015 Insights - Corporate Restructuring.* [online] Dostupno na: https://www.skadden.com/insights/trends-chapter-11-filings-venue-and-proposed-reforms [Pristupljeno 10.01.2016.]
70. Gordon, M.J. (1971). Towards a Theory of Financial Distress. *The Journal of Finance.* Vol. 26, No. 2, str. 347-356.
71. Graham, Q.C.D. (2001). Discovering Jabez Henry. Cross-Border Insolvency Law in the 19th Century. *International Insolvency Review*. Vol. 10, No. 2, str. 153-166.
72. Gutiérrez, C.L., Azofra, S.S. & Olmo, B.T. (2015). Investment decisions of companies in financial distress. *BRQ Business Research Quarterly.* Vol. 18, No. 3, str. 174-187.
73. Hart, O. (2000). Different Approaches to Bankruptcy. NBER Working Paper No. w7921, str. 3-5. Dotupno na: www.nber.org/papers/w7921.pdf [Pristupljeno 31.5.2015.].
74. Helwege, J., & Packer, F. (2003). Determinants of the Choice of Bankruptcy Procedure in Japan. *Journal of Financial Intermediation*. Vol. 12, No. 1, str. 96-120.
75. Heiss, F. & Köke, J. (2004). Dynamics in Ownership and Firm Survival: Evidence from Corporate Germany. *European Financial Management*. Vol. 10, No. 1, str. 167-195.
76. Hotchkiss, E. S. (1995). Postbankruptcy Performance and Management Turnover. *The Journal of Finance.* Vol. 50, No. 1, str. 3–21.
77. Hotchkiss, E. S. & Mooradian, R. M. (1997). Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms. *Journal of Financial Economics*. Vol. 43, No. 3, str. 401–432.
78. Hotchkiss, E.S., Jonn, K., Mooradian R.M. & Thorburn, K.S. (2008). *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance.* North Holland: Elsevier, drugo izdanje.

79. Ilić-Popov, G., editor (2006). *Priručnik za stečajne upravnike*. Beograd: Agencija za licenciranje stečajnih upravnika, Intermex.

80. Jensen, M.C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, str. 305-360.

81. Jostarndt, P. & Sautner, Z. (2007). *Financial Distress, Corporate Control and Management Turnover*, treće poglavlje, Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag .str. 25-70.

82. Karels, G., V. & Prakash, A., J. (1987). Multivariate Normality and Forecasting Business Bankruptcy. *Journal of Business, Finance and Accounting*. Vol. 14, No. 4, str. 573-593.

83. Kaplan, S.N. (1993). Top Executives, Turnover and Firm Performance in Germany. NBER Working Paper Series No. 4416.

84. Kaplan, S.N. (1994). Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States. Journal of Political Economy. Vol. 102, No. 3, str. 510-46

85. Klapper, F.L. & Love, I. (2002). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. Policy Research Working Paper 2818 World Bank.

86. Klingebiel, D. (2000). The Use of Asset Management Companies in the Resolution of Banking Crises Cross-Country Experiences. World Bank Policy Research Working Paper No. 2284. Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract-id=282518 [Pristupljeno 16.12.2015.].

87. Köke, J. (2001). Control Transfers in Corporate Germany: Their Frequency, Causes, and Consequences. Germany: Centre for European Economic Research Mannheim, Working Paper.

88. Knežević, Lj. & Pahor, M. (2004). The Influence of Management Turnover on Enterprise Performance and Corporate Governance: The Case of Slovenia. *Economic and business review for Central and South-Eastern Europe*. Vol. 6, No. 4, str. 297-324

89. Kroszner, R.S. & Strahan, P.E. (2001). Bankers on Boards: Monitoring, Conflicts of Interest, and Lender Liability. *Journal of Financial Economics*. Vol. 62, str. 415-452.

90. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). Legal Determinants of Extemal Finance. National Bureau of Economic Research Working Paper 5879. Dostupno na: http://www.nber.org/papers/w5879. [Pristupljeno 5.4.2015.].

91. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1998). The Quality of Government. National Bureau of Economic Research Working Paper 6727. Dostupno na: http://www.nber.org/papers/w6727. [Pristupljeno 15.12.2015.].

92. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*. Vol. 54, No. 2, str. 471-517.

93. Laeven, L., Valencia, F. (2012). Systematic Banking Crises Database: An Update. IMF Working Paper. Dostupno na: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12163.pdf. [Pristupljeno 15.12.2015.].

94. Lai, J. & Sudarsanam, S. (1997). Corporate Restructuring in Response to Performance. Decline: Impact of Ownership, Governance and Lenders. *European Finance Review*. Vol. 1, No. 2, str. 197-233.

95. Lauria, T.E. & Jiménez, P.A. (2003). Courting Chapter 11. *Latin Banking Guide & Directory,* str. 15-18. Dostupno na: http://jp.whitecase.com/files/Publication/3f4eb9a9-962c-4cf9-9b95-6b588312442e/Presentation/PublicationAttachment/b31aa0de-229d-4323-a1f4-729ce5d84428/article_courting_chapter_11_lauria_jimenez_8_2003.pdf [Pristupljeno: 21.08.2015.].

96. Levi, E.H. & Moore, J.W. (1937). Bankruptcy and Reorganization: A Survey of Changes. *The University of Chicago Law Review*. Vol. 5, No. 1, str. 1-40.

97. Lízal, L. (2002). Determinants of Financial Distress: What Drives Bankruptcy in a Transition Economy? The Czech Republic Case. Ann Arbor, MI: William Davidson, Working Paper No. 451. Dostupno na: http://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/handle/2027.42/39835/wp451.pdf?sequence=3 [Pristupljeno 30.12.2015.]

98. LoPucki, L.M. & Whithford, W.C. (1991). Venue Choice and Forum Shopping in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies. *Wis. L. Rev.* Vol. 11, str. 12-62.

99. LoPucki, L.M. & Whitford, W.C. (1993a). Patterns in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies. *Cornell Law Review,* Vol. 78, No. 4, str. 597-618.

100. LoPucki, L.M. & Whitford, W.C. (1993b). Corporate Governance in the Bankruptcy Reorganisations of Large, Publicly Held companies. *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 141, No. 3, str. 609–800.

101. LoPucki, L.M. & Doherty J.W. (2004). The Determinants of Professional Fees in Large Bankruptcy Reorganization Cases *Journal of Empirical Legal Studies*. Vol. 1, No. 1, str. 111-141.

102. LoPucki, L.M. & Doherty, J.W. (2015). Bankruptcy Survival. *UCLA Law Review, Vol. 62, No. 4*, str. 970-1015.

103. Maksimovic, V. & Phillips, G. (1998). Asset Efficiency and Reallocation Decisions of Bankrupt Firms. *Journal of Finance*. Vol. 53, No. 5, str. 1495-1532.

104. Malbašić, V. (2005). Reorganizacija kao mera za sprečavanje stečaja. Radni dokument. Srpski ekonomski forum.

105. Marić, S. (2012). Nemogućnost izmene usvojenog plana reorganizacije u istom stečajnom postupku. Pitanje i odgovori. *Pravni instruktor*: 2012 / 29, *elektronska baza Paragrafa.*

106. Marimuthu, M. (2009). Corporate Restructuring, Firm Characteristics and Implications on Capital Structure: An Academic View. *International Journal of Business and Management.* Vol. 4, No. 1, str. 123-131.

107. Martin, J. D. & Petty, J. W. (2000). *Value based management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*. Boston, Mass: Harvard Business School Press.

108. Matković, G., Mijatović, B. & Petrović, M. (2010). Impact of the Financial Crisis on the Labor Market and Living Conditions Outcomes. *Center for Liberal-Democratic Studies.*

109. McConnell, J.J. & Servaes, H. (1991). The Economics of Pre-Packaged Bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 4, No. 2, str. 93-97.

110. McConnell, J.J., Lease, R.C. & Tashjian, E. (2000). Outcomes in Prepackaged Bankruptcies. Journal of Corporate Renewal. Practice - other, Published, 03/2000. Dostupno n*a:* http://www.turnaround-sa.com/pdf/Outcomes%20in% 20Prepackaged%20 Bankruptcies.pdf. *[*Pristupljeno: 18.10.2015.].

111. McHugh, C., Michel, A. & Shaked, I. (1998). After Bankruptcy: Can Ugly Ducklings Turn into Swans? *Financial Analysts Journal*. Vol. 54, No. 3, str. 31-40.

112. Michael, J.A. & Betker, B.L. (1999). Assessing Post-Bankruptcy Performance: An Analysis of Reorganized Firms' Cash Flows. *Financial Management.* Vol. 28, No. 2, str. 68-82.

113. Newton, G.W. (2009). *Bankruptcy and Insolvency Accounting.* New York: Hoboken, N.J. John Wiley & Sons, str. 87-96.

114. Novak, B. & Sajter, D. (2007). Causes of Bankruptcy in Europe and Croatia. *Zagreb International Review of Economics and Business.* Vol. 2, No. 2, str. 1-17. Dostupno na: https://mpra.ub.uni-muenchen.de/5833/1/MPRA_paper_5833.pdf. [Pristupljeno: 28.09.2015.].

115. Novak, B. & Crnković, I. (2007). Klasifikacija dužnika banke prema razini poslovnih problema na osnovi podataka iz osnovnih financijskih izvješća. *Ekonomski pregled.* Vol. 58, No. 1-2, str. 41-71.

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

117. Opler, T. C. & Titman, S. (1994). Financial Distress and Corporate Performance. *The Journal of Finance.* Vol. 49, str. 1015-1040.

118. OECD (2006). Governance of Non-Listed Companies in Emerging Markets.[online]. Dostupno na: http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/corporategovernanceofnon-listedcompaniesinemergingmarkets.htm [Pristupljeno 12.02.2016.]

119. Orbe, J., Ferreira, E. & Núñez-Antón, V. (2001). Modelling the Duration of Firms in Chapter 11 Bankruptcy Using a Flexible Model. *Economics Letters*. Vol. 71, No. 1, str. 35–42.

120. Outecheva, N. (2007). *Corporate Financial Distress: An Empirical Analysis of Distress Risk.* Doktorska teza, Bamberg: University of St. Gallen.

121. Pannen, K. (2011). Debtor-in-Possession Proceedings in Germany. Short Statement on the Occasion of the Panel Discussion American College of Bankruptcy. [Online] Dostupno na: http://iiiglobal.org/component/jdownloads/finish/137/4101.html [Pristupljeno: 16.09.2015.].

122. Pindado, J. & Rodrigues, L. (2005). Determinants of Financial Distress Costs. *Financial Markets and Portfolio Management*. Vol. 19, No. 4., str. 343-359.

123. Platt, H.D. & Platt, M.B. (2008). Financial Distress Comparison across Three Global Regions. *Journal of Risk and Financial Management.* Vol. 1, No. 1, str. 129-162.

124. Povel, P. & Singh, R. (2006). Sale-Back in Bankruptcy. *The Journal of Law, Economics & Organization.* Vol. 23,No. 3, str. 710-730.

125. Purnanandam, A.K. (2005). Financial Distress and Corporate Risk Management: Theory and Evidence. Working Paper Ross Scholl of Business, University of Michigan.

126. Radović, V. (2009). Lična uprava stečajnog dužnika de lege ferenda. *Zbornik prve međunarodne konferencije zemalja Jugoistočne Evrope – Savremene tendencije u međunarodnom stečajnom pravu – uloga stečajnog upravnika.* str. 244-257. [Online] Dostupno na: http://www.harmonius.org/sr/publikacije/clanci/poslovno-pravo.php [Pristupljeno: 12.01.2016.].

127. Radulović, B. (2010). Planovi reorganizacije-dve godine primene novog Zakona o stečaju (dobra iskustva, greške u primeni i praktični saveti). Prezentacija Regionalne privredne komore Novi Sad, 16. i 23. jun 2010. godine. Dostupno na: http://www.slideshare.net/bradulovic/plavnovi-reorganizacije-u-srbiji-dve-godine-od-primene-novog-zakona [Pristupljeno: 14.06.2015.].

128. Radulović, B. (2013). Unapred pripremljeni planovi reorganizacije u Republici Srbiji - uporedno pravna i empirijska analiza. Rad je pripremljen u okviru projekta Pravnog fakulteta Univerziteta u Beogradu „Razvoj pravnog sistema Srbije i harmonizacija sa pravom EU“, str. 56-106

129. Raghuram G. R. & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International. *The Journal of Finance*.Vol. 50, No. 5, str. 1421-1460.

130. Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: a guide for managers and investors*. New York: The free press, A Division of Simon&Schuster, drugo izdanje.

131. Ross, S., Westerfield, R. & Jaffe, J.F. (2002). *Corporate Finance*. Boston: McGraw-Hill, 6 izdanje.

132. Sajter, D. (2010). Procedura i praksa restrukturiranja u stečaju u Republici Hrvatskoj. *Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu*. Vol. 47, No. 3, str. 729-744.

133. Surendranath, R.J. & Madura, J. (2010). The Long-Run Performance of Companies Emerging from Chapter 11 Bankruptcy. *Applied Financial Economics*. Vol. 20, No. 14, str. 1145-1161.

134. Shleifer, A. & Vishny. R. (2011). Fire Sales in Finance and Macroeconomics. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 25, No. 1, str. 29-48.

135. Shaker, A.T.M. (2014). The Equity Performance of U.S. Firms Emerging from Chapter 11 Bankruptcy. *International Journal of Business and Social Research (IJBSR)*. Vol 4., No. 1, str. 19-30.

136. Slijepčević, D.B. & Spasić, S. (2006). *Komentar Zakona o stečajnom postupku*. Beograd: CES MECON, str. 112-145.

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

138. Stanišić, N., Mizdraković, V. & Knežević, G. (2013). Corporate Bankruptcy Prediction in the Republic of Serbia. *Industrija*. Vol. 41, No. 4, str. 145-159.

139. Succurro, M. (2012). Bankruptcy Systems and Economic Performance across Countries: Some Empirical Evidence. *European Journal of Law and Economics*. Vol. 33, No 1, str. 101-126.

140. Vasiljević, M. (2009). *Kompanijsko pravo*. Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.

141. Velimirović, M. (2012). *Stečajno pravo*. Beograd: Pravni fakultet univerziteta Union u Beogradu i Javno preduzeće Službeni glasnik.

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

143. Zenzerović, R. & Peruško, T. (2009). Ocjenjivanje pretpostavke vremenske neograničenosti poslovanja u tranzicijskom okruženju. *Ekonomski pregled*. Vol. 60, No. 7-8, str. 348-368.

144. Wang, C. A. (2012). Determinants of the Choice of Formal Bankruptcy Procedure: An International Comparison of Reorganization and Liquidation. *Emerging Markets Finance and Trade*. Vol. 48, No. 2, str. 4-28.

145. Warren, E. & Westbrook, J.L. (2004). The Control of Wealth in Bankruptcy. *Texas Law Review*. Vol. 82, str. 795–862.

146. Waxman, M. (1998). A Legal Framework for Systemic Bank Restructuring. Washington, DC: The World Bank Working Paper. Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=172984. [Pristupljeno 16.12.2015.].

147. Weiss, L.A. & Wruck, K.H. (1998). Information Problems, Conflicts of Interest, and Asset Stripping: Chapter 11's Failure in the Case of Eastern Airlines. *Journal of Financial Economics*. Vol. 48, No.1, str. 55-97.

148. Whitaker, R. (1999). The Early Stages of Financial Distress. *Journal of Economics and Finance.* Vol. 23, No. 2, str. 123-133.

149. White, M.J. (2007). *Bankruptcy Law in Handbook of Law and Economics*. Amsterdam: Elsevier.

150. Whited, T.M., (1992). Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data. *The Journal of Finance*. Vol. 47, No. 4, str. 1425-1460.

151. Wruck, K.H. (1990). Financial Distress, Reorganizations, and Organizational Efficiency. *Journal of Financial Economics*. Vol. 27, No. 2, str. 419-444.

Zakonodavstvo

1. UNCITRAL Model law on Cross-border Insolvency with Guide to Enactment and Interpretation
2. Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Councilof 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies,
3. Regulation (EC) No 1346/2000
4. Zakon o privrednim društvima ("Sl. glasnik RS", br. 36/2011, 99/2011, 83/2014 - dr. zakon i 5/2015.)
5. Zakon o računovodstvu i reviziji ("Sl. list SRJ", br. 71/2002.)
6. Zakon o računovodstvu i reviziji ("Sl. glasnik RS", br. 46/2006, 111/2009, 99/2011 - dr. zakon i 62/2013 - dr. zakon)
7. Zakon o stečaju („Sl. glasnik RS", br.104/2009, 99/2011-dr.zakon, 71/2012-odluka US i 83/2014.)
8. Zakon. o prinudnom poravnanju, stečaju i likvidaciji. ("Sl. listu SFRJ", br. 84/89 i "Sl. listu SRJ", br. 37/93, 28/96)
9. Zakon o sporazumnom finansijskom restrukturiranju privrednih društava ("Sl. glasnik RS", br. 36/2011)
10. 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)
11. Zakon o sedištima i područjima sudova i javnih tužilaštava ("Sl. glasnik RS", br. 101/2013)
12. 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)
13. Zakon o tržištu kapitala ("Sl. glasnik RS", br. 31/2011)
14. Krivični zakonik ("Sl. glasnik RS", br. 85/2005, 88/2005 - ispr., 107/2005 - ispr., 72/2009, 111/2009, 121/2012, 104/2013 i 108/2014)
15. Zakon o zaštiti konkurencije ("Sl. glasnik RS", br. 51/2009 i 95/2013)
16. Zakon o bankama ("Sl. glasnik RS", br. 107/2005, 91/2010 i 14/2015)

17. 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)
18. Zakon o privatizaciji ("Sl. glasnik RS", br. 83/2014, 46/2015 i 112/2015)
19. Pravilnik o uslovima i načinu institucionalnog posredovanja u sporazumnom finansijskom restrukturiranju privrednih društava („Sl. glasnik RS“, br. 65/2011)
20. Pravilnik o programu i načinu polaganja stručnog ispita za obavljanje poslova stečajnog upravnika („Sl. glasnik RS", br. 47/2010“)
21. Pravilnik o načinu izdavanja i obnavljanja licence za obavljanje poslova stečajnog upravnika („Sl. glasnik RS", br. 22/2010)
22. Pravilnik o uslovima i načinu izbora stečajnih upravnika metodom slučajnog izbora („Sl. glasnik RS", br. 3/2010)
23. Pravilnik o utvrđivanju nacionalnih standarda za upravljanje stečajnom masom („Sl. glasnik RS", br. 13/2010)
24. Pravilnik o osnovama i merilima za određivanje nagrade troškova stečajnih upravnika, „Sl. glasnik RS", br. 1/2011 i 10/2012
25. Pravilnik o načinu sprovođenja reorganizacije unapred pripremljenim planom reorganizacije i sadržini tog plana („Sl. glasnik RS", br. 37/2010)
26. Pravilnik o načinu obavljanja stručnog nadzora nad radom licenciranih stečajnih upravnika („Sl. glasnik RS", br. 35/2010)
27. Pravilnik o službenoj legitimaciji supervizora (“ Sl. glasnik RS", br. 11/2010)
28. Odluka o klasifikaciji bilansne aktive i vanbilansnih stavki banke („Sl. glasnik RS", br. 94/2011, 57/2012, 123/2012, 43/2013, 113/2013, 135/2014, 25/2015 i 38/2015.)
29. Uredba o klasifikaciji delatnosti ("Sl. glasnik RS", br. 54/2010).
30. Kodeks etike za stečajne upravnike (Sl. glasnik RS", br. 11/2010)

Publikacije, izveštaji i smernice

1. Facts and Figures on State Aid in the EU Member States: Autumn 2012 Update. European Commission Staff Working Document
2. Principles for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems, 2011. World Bank. Dostupno na: http://www.worldbank.org/ifa/ipg_eng.pdf [Pristupljeno: 31.5.2015.]
3. 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.]
4. Doing Business 2004. World Bank. Dostupno na: http://www.doingbusiness.org/~/media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB04-FullReport.pdf [Pristupljeno 15.12.2015.]
5. Doing Business 2015. World Bank. Dostupno na: http://knoema.com/WBDB2014/world-bank-doing-business-2015 [Pristupljeno 15.12.2015.]
6. Doing Business 2016. . World Bank. Dostupno na: http://www.doingbusiness.org/~/media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB16-Full-Report.pdf [Pristupljeno 11.01.2016.]
7. The Financial Soundness Indicators: Compilation Guide March 2006. International Monetary Fund. Dostupno na: https://www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/ [Pristupljeno 15.12.2015.]
8. EBRD Transition Report 2014. EBRD. Dostupno na: http://www.ebrd.com/news/publications/transition-report/transition-report-2014.html. [Pristupljeno 15.12.2015.]
9. CEE Banking Sector Report June 2015. Raiffeisen bank
10. Strategija za Srbiju. Evropska banka za obnovu i razvoj. Dostupno na: http://www.ebrd.com/downloads/country/strategy/serbia-strategy-serbian.pdf. [Pristupljeno 15.12.2015.]
11. Smernice za postupanje banaka u procesima restrukturiranja klijenata-INSOL Srbija. Udruženje banaka

Novinski članci

1. 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.]
2. 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.]
3. BIZLife (2014). Preduzeća u stečaju: Polovičan uspeh reorganizacije. [online] Dostupno na: http://www.bizlife.rs/vesti/73071-preduzeca-u-stecaju-polovican-uspeh-reorganizacije.[Pristupljeno 19.06.2015.].

Korisni sajtovi

www.oecd.org
www.ebrd.com
www.worldbank.org
www.uncitral.org
www.uscourts.gov
www.justice.gov
www.paragraf.rs
www.apr.gov.rs
www.boniteti.rs
www.poslovna.rs
www.belex.rs
www.crhov.rs
www.portal.sud.rs
www.afhayes.com

Prilog 1. Informacije o populaciji i uzorku

Poslovno ime kompanije	Matični broj kompanije	Broj stecajnog predmeta u kome je usvojen plan reorganizacije ili UPPR	Nadležni Privredni sud	Uključen u uzorak (DA/NE)
RIT DOO ČOKA	08017689	St-2/2008	Zrenjanin	NE
AGRIUM DOO SREMSKA MITROVICA (AD Fabrika Šećera "Šećerana")	08013985	St- 1/2008	Sremska Mitrovica	NE
FUTURA PLUS AD BEOGRAD	17572130	St-223/2010	Beograd	DA
AD MLINOSERVIS NOVI SAD	08024324	St-1558/2010	Novi Sad	DA
SIMEX DOO, SUBOTICA	08267596	St-94/2010	Subotica	DA
AD FABRIKA HARTIJE BOŽO TOMIĆ ČAČAK	07182309	St-245/2010 St-323/2010	Čačak	DA
JUGOALAT-JAL AD NOVI SAD	08024189	St-57/2010	Novi Sad	DA
GRAND D GRUPA FLŽ DOO BOR	20421177	St-35/2010	Zaječar	DA
GIK 1.MAJ DOO LAPOVO	07149549	St- 47/2010	Kragujevac	DA
STEVANOVIĆ-INVEST DOO KRUŠEVAC	07702523	St-722/2010	Kraljevo	DA
VALJEVSKA PIVARA AD VALJEVO	07135912	St-100/2010	Valjevo	DA
SIMEXGROUP DOO SUBOTICA	20142855	St- 558/2010	Subotica	DA
JASTREBAC AD NIŠ	07133871	St-245/2010	Niš	NE
W M W DOO ZRENJANIN	08341494	St-7/2011	Zrenjanin	DA
FABRIKA PAPIRA PAPIRPAK DOO PRELJINA ČAČAK	07657633	St-124/2011	Čačak	DA
VINOPRODUKT-ČOKA DOO	08715262	St-298/2011	Subotica	DA
AD AROMA FUTOG	08023735	St-45/2011	Novi Sad	DA
TP ATAKO DOO BEOGRAD	17175840	St-2952/2011	Beograd	DA
GRADITELJ AD KIKINDA	08177511	St-191/2011	Zrenjanin	DA
PAKOM DOO, NIŠ	07659296	St-371/2011	Niš	DA
IRVA DOO BEOGRAD	17175106	St-4876/2010	Beograd	DA
IPP GRMEČ DOO KRAJIŠNIK	08057621	St-144/2011	Zrenjanin	DA
NICCO AGRAR DOO BANATSKI BRESTOVAC	08047677	St-307/2011	Pančevo	DA
DORĆOL DOO BEOGRAD	07009054	St-2137/2011	Beograd	DA
VOJVODINAŠPED AD NOVI SAD	08041784	St-772/2011	Novi Sad	DA
IGM JEDINSTVO AD CRVENKA	08004820	St-142/2011	Sombor	DA
IGM TRUDBENIK AD BEOGRAD	07026013	St-2939/2011	Beograd	NE
MEDOPRODUKT DOO TAVANKUT	08236593	St-416/2011	Subotica	DA
ELID DOO	07171706	St-760/2011	Niš	DA
AZOHEM DOO SUBOTICA	08798257	St-299/2012	Subotica	DA
JEEP COMMERCE DOO BEOGRAD	17199897	St-1406/2012	Beograd	DA
FABRIKA ULJA DUNAVKA DOO	07241887	St-18/2012	Požarevac	DA

Prilog 1. Informacije o populaciji i uzorku (nastavak)

Poslovno ime kompanije	Matični broj kompanije	Broj stecajnog predmeta u kome je usvojen plan reorganizacije ili UPPR	Nadležni Privredni sud	Uključen u uzorak (DA/NE)
GOMBIT DOO BEOGRAD	06520456	St-4812/2012	Beograd	DA
AD BANAT BANATSKI KARLOVAC	08044511	St-21/2012	Pančevo	DA
KOMPANIJA KOLING AD BEOGRAD	07482230	St-256/2012	Beograd	DA
TELEFONIJA AD BEOGRAD	07018509	St-3715/2012	Beograd	DA
BEOTELNET-ISP DOO BEOGRAD	20141425	St-4755/2012	Beograd	DA
ABC FOOD AD RUSKI KRSTUR	08004692	St-138/2012	Sombor	DA
VULIĆ & VULIĆ DOO NIŠ	07702493	St-390/2012	Niš	DA
WUNDER D.O.O NIŠ	17397320	St-710/2012	Niš	DA
DOO JEDINSTVO GAJDOBRA	08171181	St-93/2012	Novi Sad	DA
DOO POLJOPLOD GIBARAC	08625018	St-165/2012	Sremska Mitrovica	DA
HIDROPROMET INŽENJERING DOO BEOGRAD	17082566	St-3424/2012	Beograd	DA
OSTROG DOO BEOGRAD	07736592	St- 2883/12	Beograd	DA
AD PRVI MAJ ČAČAK	07326939	St-378/2012	Čačak	DA
PI PANONKA DOO SOMBOR	08067945	St-362/2012	Sombor	NE
BANINI TRADE DOO KIKINDA	20212870	St-20/2013	Zrenjanin	DA
PROJEKTOMONTAŽA AD BEOGRAD	07029284	St-88/2013	Beograd	DA
MONDI LAMEX D.O.O. VRDILA	17384066	St-5/2013	Kraljevo	DA
ASPROM DOO BEOGRAD	07467354	St-13/2013	Beograd	DA
MLINOSTEP DOO NOVI SAD	08674043	St-17/2013	Novi Sad	DA
FARMACIJA KORP. INTERNACIONAL DOO BEOGRAD	17231529	St-118/2013	Beograd	DA
BAY-COMPANY&INVEST DOO OBRENOVAC-STUBLINE	20096373	St-66/2013	Beograd	DA
AD BANINI KIKINDA	08161739	St-19/2013	Zrenjanin	DA
IZOLACIJA AD BEOGRAD	07015135	St-162/2013	Beograd	DA
ITM GROUP DOO BEOGRAD	17204874	St-153/2013	Beograd	DA
LUKA BEOGRAD AD BEOGRAD	07046839	St-76/2013	Beograd	DA
AD LIVNICA LJIG BEOGRAD	07099347	St-37/2013	Beograd	DA
Mašinac doo /JARČUJAK-PROMET DOO	07363265	St 9/2013 St 24/2013	Kraljevo	DA
PKB IMES DOO BEOGRAD-PADINSKA SKELA	06881980	St 140-2013	Beograd	DA
TP DUNAV AD VUČAK	07163070	St-5/2013 St 15/2013	Požarevac	DA
PD DUMAČA DOO ŠABAC	07169248	St 42-2013	Valjevo	DA
PRODUCT DOO PEČENJEVCE	06827772	St-28/2013	Leskovac	DA
ALMAG DOO KLADOVOO	07279116	St-4/2013	Zaječar	DA

Prilog 1. Informacije o populaciji i uzorku (nastavak)

Poslovno ime kompanije	Matični broj kompanije	Broj stecajnog predmeta u kome je usvojen plan reorganizacije ili UPPR	Nadležni Privredni sud	Uključen u uzorak (DA/NE)
AD VODOPRIVREDA SMEDEREVSKA PALANKA	07198230	St-11/2013	Požarevac	DA
COKA DOO VUČAK	06057292	St-4/2013	Požarevac	DA
MODRIANI doo	17411373	St 24/2013	Beograd	DA
DOO SLOVAS ČAČAK	06460925	St-18/2013	Čačak	DA
GEMAX DOO BEOGRAD	07456646	St -139-2013 St-78-2014	Beograd	DA
FMP DOO BEOGRAD	07042264	St-97/2013	Beograd	DA
IGM MEGALIT-ŠUMNIK DOO RAŠKA	07318545	St-25/2013	Kraljevo	DA
TP KVIN DOO	07363150	St-33/2013	Kragujevac	DA
BEOHEMIJA DOO BEOGRAD	17079590	St-177/2013	Beograd	DA
DAHLIA DOO BEOGRAD-ZEMUN	07034962	St-176/2013	Beograd	DA
BEOHEMIJA-INHEM DOO ZRENJANIN	20150335	Reo-1/2013	Zrenjanin	DA
VETERINARSKI ZAVOD ZEMUN AD BEOGRAD	07006381	St-185/2013	Beograd	DA
LEPENKA DOO NOVI KNEŽEVAC	08043914	Reo-1/2014	Zrenjanin	DA
METALOPROMET DOO KULA	08071705	Reo-2/2014	Novi Sad	DA
ERAKOVIĆ DOO	08677921	Reo-1/2014	Novi Sad	DA
TIGAR OBUĆA DOO PIROT	17466534	St-16/2014	Niš	DA
MINEL KOTLOGRADNJA AD BEOGRAD	07070888	Reo-10/2014	Beograd	DA
MD GRADNJA INŽENJERING TRANSPORT DOO	20086319	St-3/2014	Niš	DA
TIGAR AD PIROT	07187769	St-17/2014 St-43/2014	Niš	DA
NISSAL AD NIŠ	07185090	St-4/2014 St-3/2015	Niš	DA
NISKOGRADNJA DOO-NIŠ	07185227	St-25/2014	Niš	DA
KRUŠEVACPUT AD KRUŠEVAC	07146825	Reo-5-2014	Kraljevo	DA
RATKO MITROVIĆ - DEDINJE DOO BEOGRAD	06971547	Reo-4/2014	Beograd	NE
VUJIĆ VALJEVO DOO VALJEVO	07367147	Reo-21/2014	Valjevo	DA
GRAND D INŽENJERING DOO BOR	07390408	Reo-2/2015	Beograd	DA

Izvor: Podaci dostavljeni od strane šesnaest Privrednih sudova u Republici Srbiji i Agencije za licenciranje stečajnih upravnika

Prilog 2. Pregled varijabli koje su korišćene u istraživanju

Varijabla	Definicija
OWN CHANGE	Veštačka varijabla koja uzima dve vrednosti (0,1): vrednost 1 ukoliko je predstečajna vlasnička struktura kompanije promenjena u periodu T0 ili T+1; vrednost 0 ukoliko je predstečajna vlasnička struktura ostala nepromenjena u T0 i T+1
MNG CHANGE	Veštačka varijabla koja uzima dve vrednosti (0,1): vrednost 1 u slučaju da je došlo do promene top menadžmenta kompanije u T0 ili T+1; vrednost 0 u slučaju da nije došlo do promene top menadžmenta u T0 i T+1
SECOND BANKR	Veštačka varijabla koja uzima dve vrednosti (0,1): vrednost 1 ukoliko je nad kompanijom nakon usvojenog plana reorganizacije ili UPPR-a otvoren stečaj; vrednost 0 ukoliko je kompanija u postupku reorganizacije
Log(AT)	Logaritam knjigovodstvene vrednosti aktive kompanije
Log(S)	Logaritam ukupnog prihoda kompanije
PYRAMID	Veštačka varijabla koja uzima dve vrednosti (0,1): vrednost 1 ukoliko je prisutna piramidalna struktura; vrednost 0 u slučaju da nije prisutna piramidalna struktura vlasništva
M1	Udeo većinskog vlasnika u kapitalu kompanije u momentu pokretanja prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranja stečaja
Log(1+M1)	Logaritam vrednosti zbira broja 1 i visine udela većinskog vlasnika kompanije (M1) u momentu otvaranja stečaja, odnosno pokretanja prethodnog stečajnog postupka
CONTROL	Veštačka varijabla koja uzima dve vrednosti (0,1): vrednost 1 u slučaju da postoji ultimativni vlasnik kompanije; vrednost 0 u slučaju da ne postoji ultimativni vlasnik kompanije u momentu pokretanja prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranja stečaja
OWN MANG	Veštačka varijabla koja uzima dve vrednosti (0,1): vrednost 1 u slučaju da su predstečajni vlasnici koji imaju ne manje od 10% vlasničkog udela, ili članovi njihovih porodica bili uključeni u upravljanje kompanijom u momentu pokretanja prethodnog stečajnog postupka, odnosno otvaranja stečaja; vrednost 0 ukoliko predstečajni vlasnici, ili članovi njihovih porodica nisu bili uključeni u upravljanje kompanijom u relevantnom periodu
EBITDA MARGIN	Dobitak pre kamata i poreza uvećan za troškove amortizacije (EBITDA) i stavljen u odnos sa poslovnim prihodom
ROA	Odnos neto dobitka (gubitka) i angažovanih sredstava
LIQUIDITY	Odnos obrtne imovine i tekućih obaveza
LEVERAGE	Odnos obaveza i kapitala uvećanog za obaveze
PRODUCTIVITY	Odnos prihoda od prodaje i prosečnog broja zaposlenih na kraju godine
PREPACK	Veštačka varijabla koja uzima dve vrednosti (0,1): vrednost 1 u slučaju da je kompanija podnela UPPR; vrednost 0 u slučaju da je kompanija podnela plan reorganizacije nakon otvaranja stečaja
BANKRUPTCY TIME	Logaritam vrednosti zbira broja 1 i broja meseci koji kompanija provede u stečajnom postupku- log(1+ broj meseci proveden u stečajnom postupku)

Prilog 2. (nastavak)

Varijabla	Definicija
INDIVIDUAL	Veštačka varijabla koja uzima dve vrednosti (0,1): vrednost 1 ukoliko je većinski vlasnik kompanije fizičko lice; vrednost 0 ukoliko je većinski vlasnik kompanije pravno lice, država ili banka
CREDITORS BOARD	Veštačka varijabla koja uzima dve vrednosti (0,1): vrednost 1 u slučaju da je formiran poverilački organ u periodu T+1; vrednost 0 u slučaju da plan reorganizacije ili UPPR ne predviđa formiranje poverilačkih organa u T+1
BANK	Udeo glasačkih prava banaka u poverilačkim organima
BANK RES	Projektovana vrednost reziduala u modelu u kome je varijabla CREDITORS BOARD regresirana na varijablu BANK
CLASS	Broj klasa poverilaca koje glasaju o predloženom planu reorganizacije i UPPR-u
MANG CHANGE*	Veštačka varijabla koja uzima dve vrednosti (0,1): vrednost 1 ukoliko je prisutna promena ključnog menadžmenta kompanije uključujući i predstečajnih vlasnika koji su bili uključeni u upravljanje kompanijom u periodu T0 ili T+1; vrednost 0 u slučaju da su ključne upravljačke strukture kompanije ostale nepromenjene u relevantnom periodu
OWN MANG*	Veštačka varijabla koja uzima dve vrednosti (0,1): vrednost 1 u slučaju da su predstečajni vlasnici sa udelom u kapitalu kompanije koji nije manji od 10%, ili članovi njihovih porodica bili na ključnim upravljačkim pozicijama u kompaniji u T0 i T+1; vrednost 0 u slučaju da predstečajni vlasnici, ili članovi njihovih porodica nisu bili na ključnim upravljačkim pozicijama u kompaniji u T0 i T+1
BOARD SIZE	Broj članova poverilačkog organa koji je formiran u T+1 periodu
BOARD SIZE RES	Projektovana vrednost reziduala u modelu u kome je varijabla CREDITORS BOARD regresirana na varijablu BOARD SIZE

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

ORIGINALITY REPORT

7%

SIMILARITY INDEX

PRIMARY SOURCES

1	www.paragraf.rs Internet	2134 words — 2%
2	alsu.gov.rs Internet	202 words — < 1%
3	www.sef.rs Internet	199 words — < 1%
4	reorganizacija.rs Internet	167 words — < 1%
5	lawofficemajkic.com Internet	147 words — < 1%
6	www.nspm.rs Internet	136 words — < 1%
7	www.javneprodaje.rs Internet	128 words — < 1%
8	www.pks.rs Internet	118 words — < 1%
9	lokalnirazvoj.rs Internet	104 words — < 1%
10	International Journal of Quality & Reliability Management, Volume 31, Issue 4 (2014-03-28) Publications	95 words — < 1%

11	www.advokatska-kancelarija.com Internet	70 words — < 1%
12	www.fes.rs Internet	65 words — < 1%
13	paragraf.rs Internet	63 words — < 1%
14	wmep.rs Internet	59 words — < 1%
15	Ilic-Pupovac, Maja, Sanja Vlaovic-Begovic, and Bojan Rupic. "Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA) in the function of creating value for shareholders", Skola biznisa, 2012. CrossCheck	57 words — < 1%
16	www.sms.org.rs Internet	54 words — < 1%
17	www.kredietmanagervanhetjaar.be Internet	53 words — < 1%
18	www.paabacus.com Internet	52 words — < 1%
19	aseestant.ceon.rs Internet	51 words — < 1%
20	www.afaanz.org Internet	50 words — < 1%
21	www.pravst.hr Internet	49 words — < 1%
22	www.priv.yu Internet	48 words — < 1%
23	bucserver01.unican.es Internet	45 words — < 1%

24	pks.rs Internet	43 words — < 1%
25	www.skupstina.me Internet	43 words — < 1%
26	Asian Review of Accounting, Volume 19, Issue 1 (2011-05-28) Publications	43 words — < 1%
27	www.e-tudomany.hu Internet	42 words — < 1%
28	www.prokolekt-serbia.com Internet	41 words — < 1%
29	www.gov.me Internet	38 words — < 1%
30	www.sbf.unisg.ch Internet	37 words — < 1%
31	www.parlament.gov.rs Internet	37 words — < 1%
32	www.mjms.mk Internet	36 words — < 1%
33	www.eknfak.ni.ac.rs Internet	36 words — < 1%
34	paragraflex.co.rs Internet	33 words — < 1%
35	Miller, I. W., D. S. Bishop, D. S. Herman, and M. D. Stein. "Relationship quality among HIV patients and their caregivers", AIDS Care, 2007. CrossCheck	32 words — < 1%

36	www.intranet-lehrstuhl.bwl.uni-muenchen.de Internet	32 words — < 1%
37	217.24.23.93 Internet	31 words — < 1%
38	www.paragraflex.co.rs Internet	30 words — < 1%
39	Gopalan, Sandeep and Guihot, Michael. "Recognition and Enforcement in Cross-Border Insolvency Law: A Proposal for Judicial Gap-Filling", Vanderbilt Journal of Transnational Law, 2015. Publications	29 words — < 1%
40	www.vps.ns.ac.rs Internet	29 words — < 1%
41	olimpija.rs Internet	28 words — < 1%
42	www.imtopola.rs Internet	28 words — < 1%
43	www.paragraf.co.rs Internet	28 words — < 1%
44	www.susus.rs Internet	27 words — < 1%
45	0350-0373, 2003 Publications	27 words — < 1%
46	ec.europa.eu Internet	27 words — < 1%
47	Ana Luísa Aguiar. "Modelo de Previsão de Falência Aplicado às PME's Portuguesas", Repositório Aberto da Universidade do Porto, 2013. Publications	26 words — < 1%

48	www.gla.ac.uk Internet	26 words — < 1%
49	boa.unimib.it Internet	26 words — < 1%
50	Kamaris, Georgios(Malinauskaite, J). "A critical analysis of the European Union's state and policy impementation", Brunel University Research Archive BURA, 2014. Publications	24 words — < 1%
51	pure.au.dk Internet	24 words — < 1%
52	www.sec.gov.rs Internet	24 words — < 1%
53	wn.com Internet	24 words — < 1%
54	www.aod.rs Internet	24 words — < 1%
55	www.ius.bg.ac.rs Internet	24 words — < 1%
56	www.ifa-asso.com Internet	23 words — < 1%
57	www.business.unisa.edu.au Internet	23 words — < 1%
58	www.paragraflex.com Internet	23 words — < 1%
59	bif.rs Internet	22 words — < 1%
60	www.wbiaus.org Internet	22 words — < 1%

61	www.jura.uni-hamburg.de Internet	22 words — < 1%
62	priv.rs Internet	22 words — < 1%
63	Insolvency Timing and Managerial Decision-Making, 2014. CrossCheck	21 words — < 1%
64	nobuta.org Internet	21 words — < 1%
65	www.era.lib.ed.ac.uk Internet	20 words — < 1%
66	editorialexpress.com Internet	20 words — < 1%
67	ebooks.ien.bg.ac.rs Internet	20 words — < 1%
68	www.informator.rs Internet	20 words — < 1%
69	besplatniseminarskiradovi.com Internet	19 words — < 1%
70	0353-8648, 2005 Publications	19 words — < 1%
71	Radjen, Dragana. "The analysis of the effects of financial distress on the top management in the Republic of Serbia", The European Journal of Applied Economics, 2015. CrossCheck	19 words — < 1%
72	Mitrovic, Ranka. "Non performing loans: Obstacles within financial and economy sector", Megatrend revija, 2014. CrossCheck	18 words — < 1%

73	www.bradulovic.com Internet	18 words —	< 1%
74	118.96.136.31 Internet	18 words —	< 1%
75	www.pfn2010.org Internet	18 words —	< 1%
76	ccsenet.org Internet	18 words —	< 1%
77	comparativelaw.info Internet	18 words —	< 1%
78	www.nirapress.com Internet	18 words —	< 1%
79	0353-8648, 2008 Publications	18 words —	< 1%
80	www.uciteljneznalica.org Internet	17 words —	< 1%
81	progresprogram.org Internet	17 words —	< 1%
82	www.rpkle.rs Internet	17 words —	< 1%
83	0350-0373, 2000 Publications	17 words —	< 1%
84	www.crhov.rs Internet	17 words —	< 1%
85	0353-4537, 2003 Publications	16 words —	< 1%
86	www.overa.rs Internet	16 words —	< 1%

87	projuris.org Internet	16 words — < 1%
88	profisistem.com Internet	16 words — < 1%
89	www.besplatnapravnapomoc.rs Internet	16 words — < 1%
90	0013-3264, 2005 Publications	16 words — < 1%
91	www.rrasrem.rs Internet	16 words — < 1%
92	schwert.ssb.rochester.edu Internet	15 words — < 1%
93	Anghel, Diana Anghel, Radu Corciova, Fla. "Preoperative arrhythmias such as atrial fibrillation: cardiovascular surgery risk factor.(Research A", BioMed Research International, Annual 2014 Issue Publications	14 words — < 1%
94	www.mid.gov.me Internet	14 words — < 1%
95	www.eunews.it Internet	14 words — < 1%
96	limn.it Internet	14 words — < 1%
97	ekspert.rs Internet	14 words — < 1%
98	0353-8648, 2004 Publications	14 words — < 1%
99	www.eurojournals.com Internet	14 words — < 1%

100	Čiricaitę, Radvilę. "BANKROTO BYLOS IŠKĖLIMAS LIETUVOS RESPUBLIKOS TEISME PAGAL EUROPOS SĄJUNGOS IR LIETUVOS TEISĘ", Teise / Law/13921274, 20100301 Publications	14 words	< 1%
101	www.imf.org Internet	14 words	< 1%
102	Markovic, Velisav. "Factoring contract in the law of the Republic of Serbia", Pravni zapisi, 2014. CrossCheck	13 words	< 1%
103	www.mena.rs Internet	12 words	< 1%
104	www.feb.ugent.be Internet	12 words	< 1%
105	Kosovka, Ognjenovic, and Brankovic Aleksandra. "Employment change and business prospects in Serbia", Industrija, 2013. CrossCheck	12 words	< 1%
106	hidrotehnika.co.rs Internet	12 words	< 1%
107	thejournalofbusiness.org Internet	12 words	< 1%
108	www.preduzetnik.info Internet	12 words	< 1%
109	skemman.is Internet	11 words	< 1%
110	ikarbus.rs Internet	11 words	< 1%
111	Terzic, Katarina, and Goran Zupac. "The importance of industrial security standardization in	11 words	< 1%

the Republic of Serbia in the process of harmonization with the Council Decision 2013/488/EU", Vojno delo, 2015.
CrossCheck

112	www.ief.rs Internet	11 words — < 1%
113	astro.temple.edu Internet	11 words — < 1%
114	www.kopaonik.co.yu Internet	11 words — < 1%
115	-fitness-ads-to-encourage-you Internet	11 words — < 1%
116	lucene1.neuinfo.org Internet	10 words — < 1%
117	hrcak.srce.hr Internet	10 words — < 1%
118	Santini, Guste1. "Učinci ekonomske politike u Hrvatskoj u razdoblju 1994. - 2007. godine", Economics / Ekonomija/13300636, 20080301 Publications	10 words — < 1%
119	David, Delia. "THE IMPACT OF THE FINANCIAL CRISIS ON THE EUROPEAN BANKS", Annals of the University of Oradea, Economic Science Series, 2012. Publications	10 words — < 1%
120	Cerovic, Milan. "Insurance market of Republic of Serbia in 2012", Evropska revija za pravo osiguranja, 2013. CrossCheck	10 words — < 1%
121	www.stecaj.biz Internet	10 words — < 1%
122	www.ipc.rs Internet	10 words — < 1%

123	arhiva.mpravde.gov.rs Internet	10 words — < 1%
124	www.emins.org Internet	10 words — < 1%
125	www.belex.rs Internet	10 words — < 1%
126	ies.fsv.cuni.cz Internet	10 words — < 1%
127	news.serbianunity.net Internet	9 words — < 1%
128	ssla.oneworld.net Internet	9 words — < 1%
129	zastitnik.rs Internet	9 words — < 1%
130	www.addanubius.rs Internet	9 words — < 1%
131	www.eurobroker.ba Internet	9 words — < 1%
132	www.besplatniseminarskiradovi.com Internet	9 words — < 1%
133	taz.rs Internet	9 words — < 1%
134	Small, Stephen. "Bitcoin: the Napster of currency.(III. International Response through VI. Conclusion, with footnotes", Houston Journal of International Law, Spring 2015 Issue Publications	9 words — < 1%
135	www.sabdoo.rs Internet	9 words — < 1%

136	www.developmentwork.org Internet	8 words — < 1%
137	0350-0373, 2006 Publications	8 words — < 1%
138	Zdravkovic, Ivana. "The company liquidation regulated by law of Republic of Serbia", Pravo - teorija i praksa, 2015. CrossCheck	8 words — < 1%
139	www.osiguranje.ba Internet	8 words — < 1%
140	www.rast.rs Internet	8 words — < 1%
141	www.srpskadijaspora.info Internet	8 words — < 1%
142	paragraflex.com Internet	8 words — < 1%
143	www.intermex.co.rs Internet	8 words — < 1%
144	kasko-osiguranje.rs Internet	8 words — < 1%
145	www.asil.org Internet	8 words — < 1%
146	epixeirisi.gr Internet	8 words — < 1%
147	www.advokathrvacic.com.ba Internet	8 words — < 1%
148	0013-3264, 2003 Publications	8 words — < 1%

149	www1.unisg.ch Internet	8 words — < 1%
150	www.doria.fi Internet	8 words — < 1%
151	www.vladars.net Internet	8 words — < 1%
152	paragrafco.co.rs Internet	8 words — < 1%
153	Stanišić, Nemanja; Mizdraković, Vule and Knežević, Goranka. "Corporate Bankruptcy Prediction in the Republic of Serbia", Industry / Industrija, 2013. Publications	8 words — < 1%
154	www.ligaroma.org.rs Internet	8 words — < 1%
155	www.eurodata.rs Internet	8 words — < 1%
156	Jovkovic, Biljana. "Application of evidence-collection techniques in examining the basic audit objectives in insurance companies", Ekonomski horizonti, 2014. CrossCheck	8 words — < 1%
157	Milosevic, Sandra, and Ramiz Kikanovic. "Regulatory framework for financial reporting in Serbia", Ekonomija teorija i praksa, 2014. CrossCheck	7 words — < 1%

EXCLUDE QUOTES OFF
EXCLUDE BIBLIOGRAPHY ON
EXCLUDE MATCHES < 5 WORDS