

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

**UNIVERZITET SINGIDUNUM
BEOGRAD
DEPARTMAN ZA POSLEDIPLOMSKE STUDIJE**

DOKTORSKA DISERTACIJA

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

MENTOR
Prof. dr Nemanja Stanišić

KANDIDAT
Dragana Rađen

BEOGRAD, 2016. godina

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

Posveta

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

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

Abstract

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

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

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

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

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

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

Apstrakt

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

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

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama
pripremljenog plana reorganizacije sa manjim broj članova može da doprinese većoj uspešnosti usvojenih planova reorganizacije u Republici Srbiji.

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

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

SADRŽAJ

Uvodna razmatranja	1
1. Osnovni koncepti kompanije, zaštite interesa akcionara i korporativnog upravljanja.	10
1.1. Teorijsko i zakonodavno određenje kompanije.....	10
1.2. Ciljevi i razvijeni modeli kompanije.....	11
1.3. Klasifikacija i značaj kompanijskih merila performansi	14
1.4. Ključne karakteristike menadžmenta baziranog na vrednosti	17
1.5. Opšti koncepti zaštite interesa akcionara i korporativnog upravljanja	20
1.5.1. Ključne oblasti zaštite interesa akcionara	20
1.5.2. Mehanizmi zaštite interesa akcionara	24
1.5.3. Zaštita prava akcionara i korporativno upravljanje u Republici Srbiji	26
1.5.3.1. Mehanizmi zaštite interesa akcionara u Republici Srbiji.....	26
1.5.3.2. Organi upravljanja u srpskim kompanijama	28
1.5.3.3. Praksa korporativnog upravljanja u Republici Srbiji.....	29
1.6. Prestanak kompanije i posledice stečaja	31
1.6.1. Oblici prestanka kompanije	31
1.6.2. Pravne i ekonomske posledice stečaja	33
2. Ključni aspekti finansijskih teškoća i stečajne reorganizacije	35
2.1. Definicije finansijskih teškoća	36
2.2. Faze akumulacije finansijskih teškoća	40
2.3. Izvori finansijskih teškoća	43
2.4. Ključni aspekti reorganizacije u stečaju	47
2.4.1. Subjekti stečaja	48
2.4.2. Stečajni organi	52
2.4.3. Lična uprava stečajnih dužnika.....	59
2.4.3.1. Sistem lične uprave u Sjedinjenim Američkim Državama i Nemačkoj.....	59
2.4.3.2. Pretpostavke za uvođenje koncepta lične uprave u Republici Srbiji	62
2.4.4. Investiciona politika kompanija u finansijskim teškoćama	64
2.4.5. Procena vrednosti kompanija u stečaju.....	67
2.4.5.1. Metode procene vrednosti stečajnih dužnika	68
2.4.5.2. Procena vrednosti stečajnih dužnika u Republici Srbiji.....	70
2.5. Mere reorganizacije	71
2.5.1. Restrukturiranje dugova.....	74
2.5.2. Prodaja imovine u stečaju	80
2.5.3. Novo zaduživanje kompanija u finansijskim teškoćama	85
2.5.4. Ostale mere reorganizacije.....	89
2.5.4.1. Konverzija duga u kapital	89
2.5.4.2. Promena pravne forme kao mera reorganizacije.....	91

2.5.4.3.	Statusne promene kao mera reorganizacije.....	92
2.6.	Uspešnost stečajne reorganizacije kao mehanizma za rehabilitaciju poslovanja kompanija u finansijskim teškoćama	94
3.	Korporativno upravljanje u kompanijama u finansijskim teškoćama	99
3.1.	Izvori konflikata interesa i informacione asimetrije	99
3.2.	Mehanizmi za upravljanje konfliktima interesa i informacionom asimetrijom.....	102
3.3.	Uticao stečajne reorganizacije na menadžment	105
3.4.	Uticao stečajne reorganizacije na vlasništvo	110
4.	Stečajna regulativa kao eksterni mehanizam korporativnog upravljanja.....	114
4.1.	Ciljevi stečajne regulative.....	115
4.2.	Stečajna načela	119
4.3.	Okviri međunarodnog i evropskog stečajnog prava	123
4.4.	Ocena efikasnosti stečajnog postupka	125
4.4.1.	Vreme provedeno u stečaju kao indikator efikasnosti stečajne regulative.....	128
4.4.2.	Troškovi stečaja	131
4.4.2.1.	Definicije troškova stečaja.....	132
4.4.2.2.	Utvrđivanje visine ukupnih troškova stečaja	135
4.4.3.	Kvalitet stečajnog sistema- poređenje najbolje i najlošije prakse.....	140
4.5.	Usporedna zakonska rešenja u delu stečajne reorganizacije	141
4.5.1.	Stečajna reorganizacija u Sjedinjenim Američkim Državama.....	142
4.5.1.1.	Stečajna reorganizacija u skladu sa Poglavljem 11	143
4.5.1.2.	Hibridni postupci reorganizacije.....	146
4.5.2.	Stečajna reorganizacija u Velikoj Britaniji	149
4.5.3.	Stečajna reorganizacija u Nemačkoj	150
4.6.	Stečajna reorganizacija u Republici Srbiji	151
4.6.1.	Geneza stečajne regulative u Republici Srbiji	152
4.6.2.	Osnovne karakteristike stečajne reorganizacije u Republici Srbiji.....	156
4.6.3.	Sadržina plana reorganizacije i mere za njegovu realizaciju	161
4.6.3.1.	Sadržina plana reorganizacije	162
4.6.3.2.	Mere za realizaciju plana reorganizacije.....	166
4.6.4.	Izmena plana, nadzor nad sprovođenjem, i nepostupanje po planu.....	167
4.6.5.	Prednosti i nedostaci UPPR-a u odnosu na plan reorganizacije u stečaju	169
4.6.6.	Ključni problemi i preporuke za unapređenje stečajne regulative	170
4.7.	Sporazum o finansijskom restrukturiranju kao alternativa stečajnoj reorganizaciji	176
5.	Makroekonomski pristup u rešavanju sistemskih kriza.....	181
5.1.	Uloga banaka u rešavanju problema NPL kredita.....	181
5.2.	Svetske bankarske krize i pristupi u njihovom rešavanju.....	186
5.3.	Uloga države u rešavanju problema NPL kredita.....	188
5.4.	Uloga strateških investitora u rešavanju problema NPL kredita	191
5.5.	Uloga kompanija za preuzimanje i upravljanje imovinom u rešavanju NPL kredita.....	193
5.6.	Rezime ključnih problema u rešavanju NPL kredita	196

6.	Empirijska analiza uticaja stečajne reorganizacije na mehanizme korporativnog upravljanja i ocena uspešnosti stečajne reorganizacije u Republici Srbiji	198
6.1.	Istraživačka pitanja i razvoj hipoteza	199
6.2.	Definisanje populacije i uzorka	201
6.3.	Definicija vremenskog horizonta i izbor ekonometrijskog modela	205
6.4.	Deskriptivne statistike.....	209
6.5.	Analiza uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu srpskih kompanija ...	217
6.5.1.	Definicija varijabli u analizi uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu	218
6.5.2.	Modeli u analizi uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu.....	227
6.5.3.	Rezultati analize uticaja stečajne reorganizacije na vlasničku strukturu	228
6.6.	Analiza uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment srpskih kompanija	232
6.6.1.	Definicija varijabli u analizi uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment	233
6.6.2.	Modeli za analizu uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment.....	239
6.6.3.	Rezultati analize uticaja stečajne reorganizacije na top menadžment.....	240
6.7.	Analiza uspešnosti stečajne reorganizacije u Republici Srbiji	243
6.7.1.	Definicija varijabli u analizi uspešnosti stečajne reorganizacije.....	245
6.7.2.	Modeli za analizu uspešnosti usvojenih planova reorganizacije i UPPR-ova	248
6.7.3.	Rezultati analize uspešnosti stečajne reorganizacije u Republici Srbiji	249
6.8.	Ograničenja istraživanja	251
	Zaključna razmatranja, implikacije na postojeću praksu i preporuke za buduća istraživanja.	252
	Literatura.....	257

SPISAK ILUSTRACIJA

Tabele

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

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

Slike

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

Prilozi

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

UVODNA RAZMATRANJA

Motivacija za izbor predmeta rada

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

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

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

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

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

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

Stečajna reorganizacija je regulisana Zakonom o stečaju² i kao institut stečajnog prava prvi put uvedena je u Republici Srbiji 2004. godine. Na ovaj način zakonska rešenja koja se primenjuju u Republici Srbiji su se približila anglosaksonskim rešenjima, ali i rešenjima koja su ugrađena u nemačko stečajno pravo koje je reformisano po ugledu na Poglavlje 11. Prema mišljenju nekih autora, reorganizacija je sličan institut prinudnom poravnanju koji se sprovodio

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

shodno odredbama Zakona o prinudnom poravnanju, stečaju i likvidaciji³. Za razliku od prinudnog poravnjanja, reorganizacija nudi mnogo veći stepen fleksibilnosti i to pre svega u pogledu mera koje se primenjuju i učesnika reorganizacije. Zbog činjenice da je istorija moderne stečajne reorganizacije u Republici Srbiji relativno kratka u poređenju sa razvijenim zemljama sveta, i dalje postoji značajan prostor za njeno proučavanje i unapređenje.

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

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

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

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

Cilj rada i hipoteze

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

Pri izradi ove disertacije postavljene su sledeće generalne hipoteze:

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

Pojedinačne hipoteze u doktorskoj disertaciji su:

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

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

Primenjene metode

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

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

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

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

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

Očekivani naučni doprinos i jaz u postojećim istraživanjima

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

Struktura rada

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

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

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

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

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

1.1. Teorijsko i zakonodavno određenje kompanije

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

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

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

Zakon o privrednim društvima Republike Srbije⁴ navodi da je privredno društvo pravno lice koje obavlja delatnost u cilju sticanja dobiti i može biti osnovano na određeno ili neodređeno vreme, član 2. i član 10. U pogledu organizacije, privredno društvo može biti

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

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

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

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

1.2. Ciljevi i razvijeni modeli kompanije

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

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

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

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

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

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

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

Tabela 1. Osnovni interesi stejkholdera

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

Izvor: Prikaz autora

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

1.3. Klasifikacija i značaj kompanijskih merila performansi

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

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

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

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

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

Tabela 2. Pregled najčešće korišćenih merila performansi

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

Tabela 2. (nastavak)

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

Izvor: Prikaz autora

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

1.4. Ključne karakteristike menadžmenta baziranog na vrednosti

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

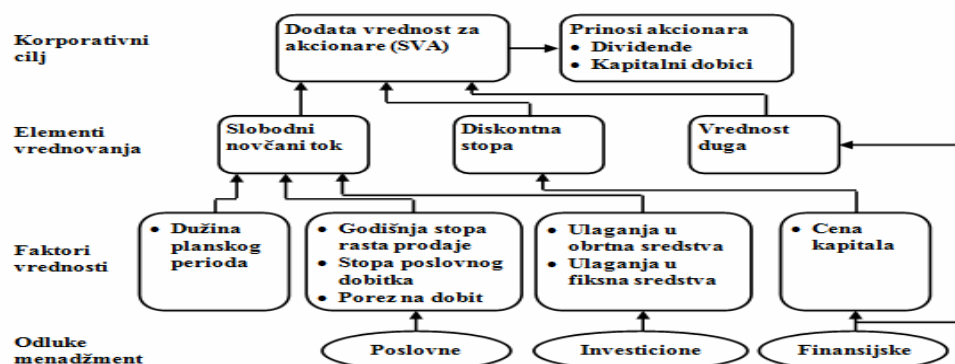
U svom fokusu VBM ima stvaranje vrednosti za akcionare i njeno realizovanje. Vrednost se stvara na komercijalnom, a realizuje na tržištu kapitala. U cilju pribavljanja inputa, kompanija se pojavljuje na tržištu kapitala kao tražilac sredstava. Po pribavljanju sredstava vrši se nabavka inputa, a koji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

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

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

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

Slika 1. Mreža vrednosti za akcionare



Izvor: Rappaport (1998: 56)

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

- Poslovnim;
- Investicionim;
- Finansijskim.

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

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

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

1.5. Opšti koncepti zaštite interesa akcionara i korporativnog upravljanja

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

1.5.1. Ključne oblasti zaštite interesa akcionara

Potreba zaštite interesa akcionara se javlja usled različitih interesa vlasnika (principala) i menadžera (agenata) na koje je preneto pravo odlučivanja. Između zemalja postoji bitne razlike u nastojanju da se interesi vlasnika zaštite. U Sjedinjenim Američkim Državama i Velikoj Britaniji na prvom mestu su interesi akcionara te je i zakonska regulativa sračunata na brigu i zaštitu njihovih interesa. Visoka zaštita interesa akcionara pogodovala je razvoju tržišta kapitala⁵ i disperziji vlasništva. U kontinentalnoj Evropi akcenat je na zaštiti investitora i drugih nosilaca materijalnog interesa. Ovo za posledicu ima visoku koncentraciju vlasništva, slabo razvijeno tržište kapitala i značajno oslanjanje kompanija na finansijske institucije (banke) u obezbeđivanju finansijskih sredstava. U Nemačkoj banke ne samo da su glavni kreditori realnog sektora već imaju i značajno vlasničko učešće, i učešće u organima upravljanja u kompanijama kojima obezbeđuju finansijska sredstva. Na ovaj način banke vrše kontrolu poslovanja kompanija, Franks i Mayer (2001: 12).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Prava koja štite akcionare se mogu svrstati u tri kategorije: 1) opšta i posebna prava; 2) funkcionisanje skupštine akcionara, i 3) transparentnost. Prve dve kategorije potpadaju pod zakonsku regulativu koja uređuje poslovanje privrednih društava (u Republici Srbiji to je Zakon o privrednim društvima), dok se poslednja kategorija reguliše zakonima koji uređuju poslovanje tržišta kapitala i finansijsko izveštavanje (u Republici Srbiji to su Zakon o tržištu kapitala⁷ i

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

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

Zakon o računovodstvu i reviziji⁸). U oblasti zaštite interesa akcionara na prostoru Evropske unije najveći značaj ima Direktiva 2007/36 (eng. *Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies*). Cilj ove direktive je da obezbedi akcionarima kompanija koje se kotiraju na berzi ili emituju hartije od vrednosti kojima se trguje na organizovanom tržištu da realizuju minimum svojih vlasničkih prava u celoj Evropskoj uniji. U decembru 2014. godine su predložene izmene ove direktive, ali u delu osnovnih principa zaštite akcionara nisu predložene veće izmene. Direktiva 2007/36 predviđa sledeća prava akcionara:

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

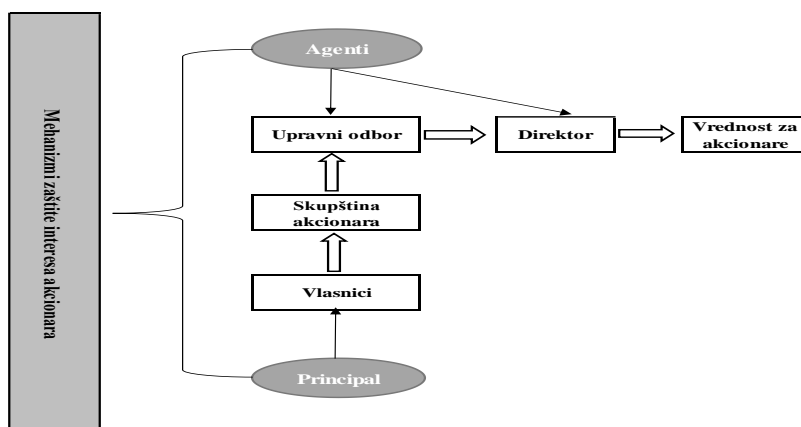
Detalji vezani za gore navedena osnovna prava akcionara prevazilaze okvire ove disertacije i neće se razmatrati.

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

1.5.2. Mehanizmi zaštite interesa akcionara

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

Slika 2. Odnos vlasnika i menadžera



Izvor: Prikaz autora

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

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

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

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

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

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

1.5.3. Zaštita prava akcionara i korporativno upravljanje u Republici Srbiji

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

1.5.3.1. Mehanizmi zaštite interesa akcionara u Republici Srbiji

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

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

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

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

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

1.5.3.2. Organi upravljanja u srpskim kompanijama

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

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

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

kada je tadašnjim Zakonom o računovodstvu i reviziji⁹ predviđena obaveza primene Međunarodnih računovodstvenih standarda i obaveza eksterne revizije finansijskih izveštaja za velika i srednja pravna lica. Obavezi eksterne revizije pored velikih i srednjih pravnih lica potpadaju i matična pravna lica, koja su obavezna da sastavljaju konsolidovane finansijske izveštaje, i pravna lica koja emituju hartije od vrednosti i druge finansijske instrumente kojima se trguje na organizovanom tržištu. Ovo je trebalo da stvori veću finansijsku disciplinu i transparentnost poslovanja srpskih kompanija, ali zbog razvijene prakse „kreativnog računovodstva” i navike menadžmenta da prikriva informacije, ova namera zakonodavca se nije ostvarila.

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

1.5.3.3. Praksa korporativnog upravljanja u Republici Srbiji

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

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

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

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

1.6. Prestanak kompanije i posledice stečaja

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

1.6.1. Oblici prestanka kompanije

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

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

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

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

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

1.6.2. Pravne i ekonomske posledice stečaja

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

Pravne posledice otvaranja stečaja su brojne i najvažnije od njih su: prestanak poslovne sposobnosti, ograničena pravna sposobnost, prestanak važenja svih izdatih punomoćja, uvođenje stečajnog upravnika, otvaranje novog računa i zatvaranje svih postojećih računa i dr. Jedna od bitnijih karakteristika stečaja je što njegovim otvaranjem sva potraživanja poverilaca (novčana i nenovčana) se pretvaraju u novčana koja dospevaju u celosti na naplatu. U zavisnosti od cilja, u opštem smislu, stečaj se sprovodi bankrotstvom ili reorganizacijom. Bankrotstvo¹³ predstavlja kolektivno namirenje poverilaca stečajnog dužnika u sudskom postupku koji se sprovodi na celokupnoj njegovoj imovini. Nakon što stečajni upravnik unovči celokupnu imovinu stečajnog dužnika, isti prestaje da postoji i dalji postupak stečaja se sprovodi na stečajnoj masi. Stečajnu masu čine pored novčanih sredstava na dan otvaranja stečaja i novčana sredstva dobijena prodajom imovine stečajnog dužnika, kao i sredstva dobijena naplatom potraživanja. Pošto je značajan deo imovine unovčen, pristupa se deobi stečajne mase stečajnim poveriocima. U slučaju reorganizacije dolazi do preuređenja dužničko-poverilačkih odnosa, i stečajni dužnik nakon usvajanja plana reorganizacije nastavlja da postoji uz zadržavanje pravnog i ekonomskog subjektiviteta. U ovom slučaju se sva prava i obaveze stečajnog dužnika prema poveriocima regulišu isključivo u skladu sa odredbama sadržanim u usvojenom planu reorganizacije. Plan reorganizacije je izvršna isprava koja je obavezujuća za sve poverioce, uključujući i one koji nisu glasali za njegovo usvajanje.

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

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

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

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

2. KLJUČNI ASPEKTI FINANSIJSKIH TEŠKOĆA I STEČAJNE REORGANIZACIJE

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

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

2.1. Definicije finansijskih teškoća

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

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

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

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

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

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

Procesne definicije na pojam finansijskih teškoća gledaju kao na kompleksan fenomen koji ima dinamiku. Jedna od najstarijih definicija finansijskih teškoća je definicija autora Gordona (1971: 347-348). Pomenuti autor na finansijske teškoće gleda kao na jedan stadijum čitavog procesa pogoršanja finansijskog zdravlja koji je praćen poslovnim gubicima i restrukturiranjem. Ovaj autor finansijske teškoće izjednačava sa nemogućnošću kompanije da odgovori poslovnim i finansijskim obavezama, a koji je uslovljen pojavom privremenih gepova u likvidnosti i drugim problemima u poslovanju. Kompanije koje se suočavaju sa finansijskim teškoćama često emituju obveznice sa visokim prinosom. Prinos na emitovane obveznice je značajno viši od prinosa na bezrizična ulaganja i ulaganja u hartije od vrednosti sa sličnim investicionim rizikom. Na ovaj način kompanije u finansijskim teškoćama pokušavaju da privuku investitore i pribave sredstva za finansiranje gepova u likvidnosti. Rizik nemogućnosti izmirivanja dospelih obaveza nastupa kada kompanija izgubi moć generisanja prihoda (ili ta moć postane slaba), i nivo dugova bude veći od vrednosti imovine. Autor Lau¹⁶ (1987) finansijske teškoće vezuje za pojavu masovnih otpuštanja zaposlenih, primenu različitih strategija restrukturiranja i neisplaćivanje dividendi akcionarima, (citirano prema Platt & Platt, 2008: 133).

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

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

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

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

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

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

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

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

2.2. Faze akumulacije finansijskih teškoća

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

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

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

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

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

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

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

$Z'' \text{ scores} = 3,25 + 6,56 (X1) + 3,26 (X2) + 6,72 (X3) + 1,05 (X4)$, gde je:

X1 = Neto obrtni kapital / Ukupna aktiva;

X2 = Neraspoređena dobit / Ukupna aktiva;

X3 = EBIT / Ukupna aktiva;

X4 = Knjigovodstvena vrednost sopstvenog kapitala / Ukupne obaveze.

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

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

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

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

2.3. Izvori finansijskih teškoća

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

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

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

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

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

Tabela 3. Izvori finansijskih teškoća

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

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

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

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

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

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

2.4. Ključni aspekti reorganizacije u stečaju

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

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

2.4.1. Subjekti stečaja

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

Stečajni sud

U članu 15. i članu 16. Zakona o stečaju se navodi da stečajni postupak sprovodi sud određen zakonom kojim se uređuje nadležnost sudova i to predstavlja stvarnu nadležnost sudova, dok je mesno nadležan sud na čijem području je sedište stečajnog dužnika. Zakon o uređenju sudova²² u članu 25. tačka 4. navodi da su Privredni sudovi prvostepeni sudovi koji su nadležni za vođenje postupaka reorganizacije, sudske i dobrovoljne likvidacije i stečaja. U slučaju stečajeva sa elementima inostranosti, Zakon o stečaju u članu 174a navodi da je sud Republike Srbije isključivo nadležan za pokretanje, otvaranje i sprovođenje stečajnog postupka protiv stečajnog dužnika čije je središte glavnih interesa na teritoriji Republike Srbije. Zakon o stečaju definiše središte glavnih interesa kao mesto odakle dužnik redovno upravlja svojim interesima i koje je kao takvo prepoznato od strane trećih lica. U nedostatku suprotnog dokaza pretpostavlja se da stečajni dužnik ima središte glavnih interesa u mestu gde je njegovo registrovano sedište.

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

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

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

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

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

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

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

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

Stranke

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

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

Stečajni dužnik

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

Poverioci

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

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

Treća lica

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

2.4.2. Stečajni organi

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

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

Stečajni sudija

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

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

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

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

Zakonodavstvo Republike Srbije predviđa krivičnopravnu i disciplinsku odgovornost stečajnih sudija za radnje koje preduzimaju, odnosno za propuštanje preduzimanja radnji koje su bili dužni da preduzmu. U ovom kontekstu, Zakon o stečaju ne predviđa posebnu odgovornost sudija nego oni za svoj rad odgovaraju saglasno odredbama o odgovornosti sudija sadržanim u Krivičnom zakoniku²⁴ i Zakonu o sudijama.²⁵

Stečajni upravnik

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Skupština poverilaca

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

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

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

Odbor poverilaca

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

U svom delokrugu rada odbor poverilaca ima sledeće tri funkcije:

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

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

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

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

Ostali organi stečaja

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

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

2.4.3. Lična uprava stečajnih dužnika

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

2.4.3.1. Sistem lične uprave u Sjedinjenim Američkim Državama i Nemačkoj

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2.4.3.2. Pretpostavke za uvođenje koncepta lične uprave u Republici Srbiji

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

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

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

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

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

2.4.4. Investiciona politika kompanija u finansijskim teškoćama

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

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

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

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

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

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

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

2.4.5. Procena vrednosti kompanija u stečaju

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

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

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

2.4.5.1. Metode procene vrednosti stečajnih dužnika

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

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

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

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

2.4.5.2. Procena vrednosti stečajnih dužnika u Republici Srbiji

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

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

2.5. Mere reorganizacije

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

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

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

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

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

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

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

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

²⁷ Weston, J. F., Siu, J. A., & Johnson, B. A. (2001). *Takeovers, restructuring and corporate governance*. US: Prentice Hall.

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

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

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

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

Izvor: Preuzeto iz Outecheva (2007: 35)

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

2.5.1. Restrukturiranje dugova

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

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

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

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

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

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

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

- Poreski tretman oprosta duga.

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

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

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

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

U cilju stimulisanja oprosta dugova kompanijama koje se suočavaju sa finansijskim teškoćama, zakonodavstva pojedinih država predviđaju da se oprost duga koji se sprovede u stečajnoj reorganizaciji priznaje kao trošak za poreske svrhe. Ovo najčešće nije slučaj sa oprostom duga koji se sprovodi u privatnim pregovorima sa poveriocima. Zakon o porezu na dobit Republike Srbije u članu 16. tačka 3. navodi da se na teret rashoda priznaje otpis vrednosti pojedinačnih potraživanja pod uslovom da poreski obveznik pruži dokaze da su potraživanja prijavljena u stečajnom postupku. Relevantna zakonska odredba je dosta široka i stvara prostor za različita tumačenja od strane poreskih organa, stečajnog dužnika i poverilaca. Pored uticaja otpisa dugova na porez na dobit, postoji i uticaj ovog otpisa na izlazni PDV. Zakon o porezu na dodatu vrednost²⁹ ne predviđa mogućnost povraćaja izlaznog PDV-a koji su poverioci platili državi prilikom isporuke dobara i usluga kompanijama u finansijskim teškoćama, a koji čini deo vrednosti potraživanja koja su predmet oprosta. Ovo može dodatno da smanji spremnost poverilaca da oprost deo dugova kompanija u finansijskim teškoćama, ali i stvara nekonkurentne uslove privređivanja.

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

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

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

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

Tabela 6. Faktori koji opredeljuju izbor metoda restrukturiranja dugova

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

Tabela 6. (nastavak)

POGLAVLJE 11 (formalna reorganizacija u stečaju)							
Autor(i)	Veličina uzorka	Period posmatranja	Faktori koji utiču na izbor modela restrukturiranja dugova	Pokazatelji finansijskog zdravlja	Direktni troškovi	Trajanje u mesecima	Stopa naplate
Yost (2002)	174	1988.-1999.	Ozbiljne finansijske teškoće praćene krizama likvidnosti, slabe poslovne performanse, slabo korporativno upravljanje i prisutan problem koordinacije poverilaca	<ul style="list-style-type: none"> - M/B ratio: 1,2879 (industrijski prosek: 1,299) - Poslovni dobitak/Ukupna imovina: - 0,0296 - Neraspoređeni dobitak/Ukupna imovina: 0,234 - Ukupne kratkoročne obaveze / Ukupna imovina: 0,452 - Dugoročne obaveze/Ukupna imovine: 0,325 - Broj dugoročnih ugovora: 5,00 - Ukupne obaveze/Ukupna imovina: 0,900 	N/A	N/A	N/A
Franks & Torous (1994)	82	1983.-1990.	Manje solventne i manje likvidne kompanije.	<ul style="list-style-type: none"> - Veći broj dugoročnih ugovora (prosek 6,64) - Veća nominalna vrednost dugoročnog duga (prosek \$ 326,2 miliona) - Tekući ratio: 1,06 - Tržišna solventnosti: 0,81 - Prosečna kumulativna stopa prinosa: -76% 	4,49% vrednosti imovine	27	50,9
Gilson, John & Lang (1990)	169	1978.-1987.	Kompanije koje su imale veći udeo materijalne imovine u ukupnoj imovini, heterogenu strukturu poverilaca, kompleksnu strukturu kapitala i visoke procenjene troškove restrukturiranja.	<ul style="list-style-type: none"> - Tržišna vrednost kompanije/Troškovi zamene: 0,61 - Broj ugovora koji je zaključen sa kreditorima: 6,0 - Knjigovodstvena vrednost imovine: \$317 miliona - Ukupne obaveze/Ukupna imovina: 1,01 - Dugoročne obaveze/Ukupna imovina: 0,58 - Stopa prinosa na akcije u periodu od pre tri godine: -48,6 	2,8% vrednosti imovine	20	N/A
Chatterjee, Dhillon & Ramirez (1996)	191	1989.-1992.		<ul style="list-style-type: none"> - Ukupna imovina: \$ 858 miliona - Ukupne obaveze: \$ 830 miliona - Ukupan dugoročni dug: \$177 miliona - Ukupne obaveze/Ukupna imovina: 0,87 - Dugoročne obaveze/Ukupna imovina: 0,29 	N/A	N/A	N/A
Weiss (1990)	37	1979.-1986.	Veličina kompanije i složenost strukture poverilaca.	N/A	2,8% vrednosti imovine	20	N/A

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

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

2.5.2. Prodaja imovine u stečaju

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2.5.3. Novo zaduživanje kompanija u finansijskim teškoćama

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

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

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

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

Obezbeđivanje dodatnih finansijskih sredstava kompanijama u finansijskim teškoćama treba da omogućiti: 1) skraćivanje vremena koje ove kompanije provedu u stečaju; 2) njihov brži oporavak nakon izlaska iz stečaja; 3) rast cena akcija koji nastaje kao posledica tržišnog optimizma na samu najavu dodatnog zaduživanja i apliciranja kompanije za stečajnu reorganizaciju, i 4) bolju kontrolu poslovanja stečajnih dužnika od strane poverilaca koji su obezbedili dodatna sredstva, John, 1993³²; Carapeto, 2003³³; Dahiya i dr., 2003³⁴, (citirano prema: Chatterjee i dr., 2004: 3098). Dahiya i dr. (2003: 259) su utvrdili postojanje pozitivne veze između novog zaduživanja kompanija u toku stečajnog postupka i verovatnoće izlaska iz stečaja kroz usvajanje plana reorganizacije. Koliko je značaj ovog vida finansiranja za američke kompanije u finansijskim teškoćama govori i podatak da je tokom 1988. – 1997. godine njih 30,67% dobilo nova finansijska sredstva u toku Poglavlja 11, Dahiya i dr. (2003: 266). Treba imati u vidu da su poverioci koji obezbede ova sredstva izloženi značajnom riziku, odnosno potencijalnim gubicima koji mogu nastati u slučaju da stečajni poverioci ne obezbede podršku predloženog plana reorganizacije. Ovo za posledicu ima da poverioci ugrađuju u ugovore zaštitne odredbe i obračunavaju više kamate i naknade za sredstva koja odobre nakon apliciranja kompanije za stečaj, Chatterjee i dr. (2004: 3097). Postoje i kritike ovakvog vida finansiranja u smislu da on može da motiviše menadžment da investira u projekte sa negativnom neto sadašnjom vrednošću, Gertner & Scharfstein (1991)³⁵; Triantis, (1993)³⁶, (citirano prema: Chatterjee i dr., 2004: 3098). Ovaj vid finansiranja može da dovede i do transfera bogatstva sa postojećih poverilaca na poverioce koji su obezbedili dodatna sredstva kompaniji nakon njenog apliciranja za stečaj, Bebchuk & Fried (1996)³⁷; Warren (1996)³⁸, (citirano prema: Chatterjee i dr., 2004: 3104).

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

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

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

³⁵ Gertner, R. & Scharfstein, D. (1991). A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law. *The Journal of Finance*. Vol. 46, str. 1189–1222.

³⁶ Triantis, G. (1993). A Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Financing. *Vanderbilt Law Review*. Vol. 46, str. 901–935.

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

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

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

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

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

2.5.4. Ostale mere reorganizacije

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

2.5.4.1. Konverzija duga u kapital

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

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

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

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

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

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

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

2.5.4.2. Promena pravne forme kao mera reorganizacije

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

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

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

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

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

2.5.4.3. Statusne promene kao mera reorganizacije

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. KORPORATIVNO UPRAVLJANJE U KOMPANIJAMA U FINANSIJSKIM TEŠKOĆAMA

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

3.1. Izvori konflikata interesa i informacione asimetrije

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

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

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

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

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

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

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

3.2. Mehanizmi za upravljanje konfliktima interesa i informacionom asimetrijom

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.3. Uticaj stečajne reorganizacije na menadžment

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

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

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

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

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

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

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

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

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

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

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

Izvor: Prikaz autora

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

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

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

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

3.4. Uticaj stečajne reorganizacije na vlasništvo

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4. STEČAJNA REGULATIVA KAO EKSTERNI MEHANIZAM KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA

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

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

4.1. Ciljevi stečajne regulative

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tabela 8. Uporedni pregled prioriteta naplate potraživanja u stečaju

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

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

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

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

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

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

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

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

4.2. Stečajna načela

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

Zakon o stečaju Republike Srbije predviđa primenu sledećih stečajnih načela:

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

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

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

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

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

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

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

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

4.3. Okviri međunarodnog i evropskog stečajnog prava

U cilju povećanja opšte efikasnosti stečajnog postupka širom sveta, poslednje dve decenije brojne međunarodne institucije uključile su se u proces harmonizacije stečajne regulative. U ovom kontekstu najveći značaj imaju smernice Svetske banke⁴³ i UNCITRAL-a (eng. *United Nation Commission on International Trade Law*).⁴⁴

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

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

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

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

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

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

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

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

4.4. Ocena efikasnosti stečajnog postupka

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4.4.1. Vreme provedeno u stečaju kao indikator efikasnosti stečajne regulative

Vreme koje kompanija provede u stečaju utiče na:

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

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

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

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

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

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

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

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

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

profitabilnosti i vrednosti kompanije, Booth et al., 2001⁴⁷; Bevan & Danbolt, 2002⁴⁸; Daskalakis & Psillaki, 2009⁴⁹; Frank & Goyal, 2009⁵⁰ (citirano prema: Chen & Chen, 2011: 122). Uticaj likvidnosti na ishod stečaja i vrednost kompanije u finansijskim teškoćama je dvojake prirode, poverioci kompanija u finansijskim teškoćama biće zainteresovani za brzu likvidaciju njene imovine pre nego za reorganizaciju, Dewaelheyns & Hulle (2009: 11). Ukoliko bi se poverioci opredelili da nastavak stečaja ide u pravcu reorganizacije, oni će biti zainteresovani za brzo usvajanje plana reorganizacije kompanija koje imaju veću likvidnost jer time sprečavaju negativan uticaj indirektnih troškova stečaja na „going concern” vrednost.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4.4.2. Troškovi stečaja

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

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

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

4.4.2.1. Definicije troškova stečaja

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

⁵² Zakon o stečaju, član 159, stav 9.

⁵³ Zakon o stečaju, član 54, stav 1.

⁵⁴ Zakon o stečaju, član 104.

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

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

4.4.2.2. Utvrđivanje visine ukupnih troškova stečaja

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

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

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

⁵⁵ Zakon o stečaju, član 161, stav 2.

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

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

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

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

Tabela 9. (nastavak)

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

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

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

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 koncentracijom privrednih 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 uđe 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 indirektno 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, pokrivenost 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 indirektno 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 indirektno 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 skрати 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 bivše Jugoslavije

Zemlja	Broj reformi stečajnog zakona davstva 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 prihvatanje 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 klase 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 sprovede 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

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 neformalnih 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 glavnice 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 zakonodavstva 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 različni 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, različni 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 različni 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 različnim poveriocima do visine obezbeđenog potraživanja. Ukoliko postoji višak sredstava isti se raspodeljuje ostalim poveriocima uz poštovanje prioriteta namirenja. Različni poverioci sa fiksnim obezbeđenjem imaju pravo da u toku stečajnog postupka sprovede izvršenje na imovini na kojoj imaju uspostavljenju hipoteku. Stečajnim dužnicima se u redovnom postupku stečaja nude još dve formalne procedure unutar kojih je poveriocima onemogućeno da sprovede izvršenje na imovini stečajnog dužnika (eng. *Administration*, i *Company voluntary arrangements*). Različni poverioci imaju pravo veta na ove procedure. Sud ima pravo da imenuje lice koje će zastupati interese različnih poverilaca.

Zbog velikog značaja koji imaju različni 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 arrangement*), 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, fabrikanta 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

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama
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 se 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 prihvatili 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 redefinisane 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 predlagraču 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

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

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;

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

- 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 obavestavati 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.);

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

- 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 pri tome 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. prihvata 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 bankrotstvom, 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). Presentacija 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. Nedoovoljavanje 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 broj 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 skрати 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 društava⁷⁴ (u daljem tekstu „Zakon o sporazumnom finansijskom restrukturiranju“) i Pravilnika o uslovima i načinu institucionalnog posredovanja u sporazumnom finansijskom restrukturiranju privrednih društava⁷⁵. 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 učestvovalе 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 saraduju;
- 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

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 sporazumno 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 restrukturiranje. 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 učestvovala 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 zemlje⁸⁰. 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 učestvovala 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 oprostite 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;

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

- Uzdržavanje od prinudne naplate – U toku perioda mirovanja banke treba da se suzdrže od pojedinačnih akcija, a koje bi za posledicu imale umanjeње 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 prioritete 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, 2011⁸¹ (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).

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 utvrđen⁸³;

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 preuzima na nivou pojedinačne kompanije u finansijskim teškoćama su deo mikro pristupa u rešavanju problema NPL kredita. Aktivnosti koje država preuzima 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 ukрупnjavanju bankarskog tržišta. Ukрупnjavanje 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, 1998⁸⁴, 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.

Članica	Infuzija kapitala		Garancije		Mere na strani aktive		Infuzija likvidnosti		Ukupno 2008.-2012	
	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

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama
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.

Sistemske 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 redefinisane 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	FHB
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 preuzima 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 umanjí 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 obučeni 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 ubrzanje 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 ratio 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 vanskudskih 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:

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

- 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 koordinaciju 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 reorganizacije 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 imaočima 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).

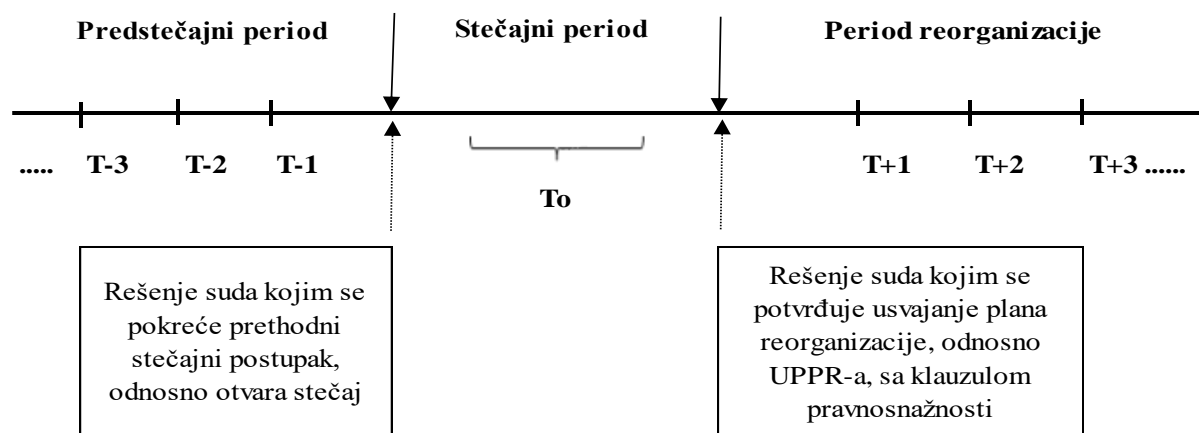
6.3. Definicija vremenskog horizonta i izbor ekonometrijskog modela

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:

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

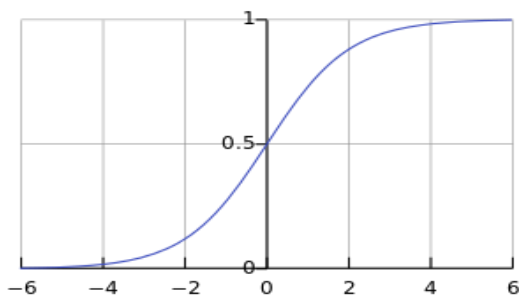
e – prirodni logaritam

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 podnale 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 podnale 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 podnale UPPR su

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

imale lošiju ROA u poređenju 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

Organizacija na forma	Društva sa ograničenom odgovornošću				Akcionarska društva				Ceo uzorak			
	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

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

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

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 indirektno 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
Formiran 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 izvrši 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 $\text{Log}(1+M1)$ koja predstavlja logaritam od zbira vrednosti 1 i M1.

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

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:

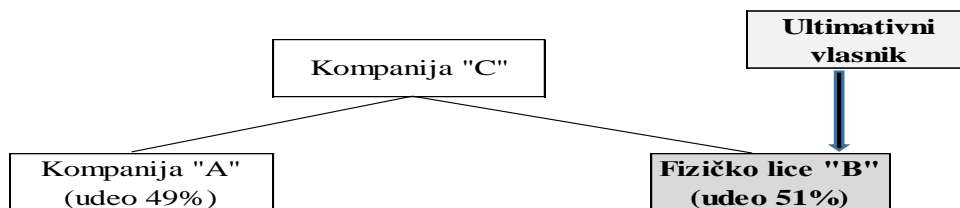
Pravilo 1 – Pravilo jakog vlasništva (eng. *Strong Ownership Rule*): Lanac kontrole se prati, odnosno pomera na sledeći nivo, ukoliko najveći vlasnik poseduje 50% i više glasačkih prava u kompaniji, a svi ostali vlasnici poseduju manje od 50%.

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.

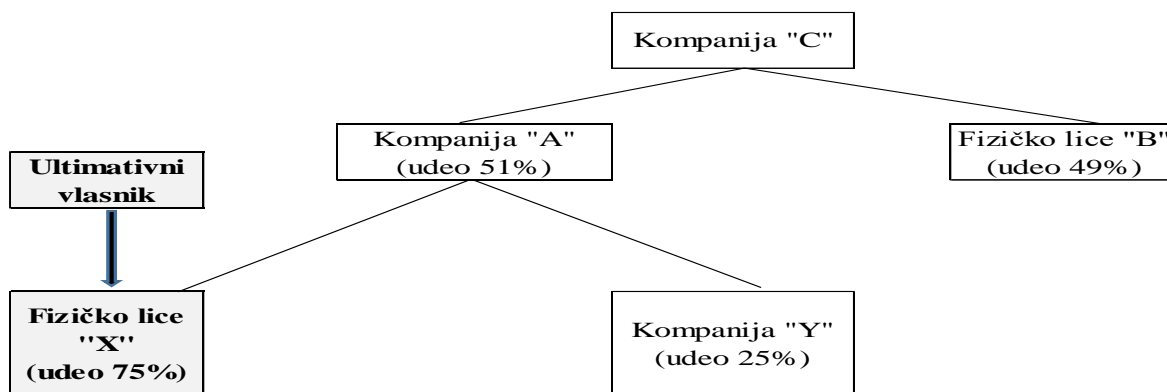
U slučaju postojanja piramidalnog vlasništva, prilikom utvrđivanja udela vlasnika koristili smo pravilo “weakest link” koje pretpostavlja da ukoliko se u ulozi vlasnika kompanije “C” javi pravno lice “A” koje ima udeo x u ovoj kompaniji, a vlasnik kompanije “A” je fizičko lice “B” koje ima udeo y u kompaniji “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:



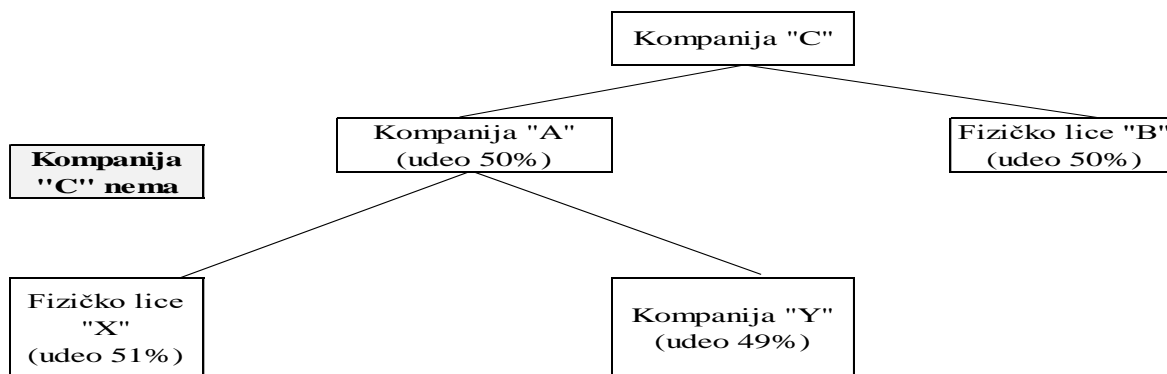
Visina udela ultimativnog vlasnika (fizičkog lica "X") u kapitalu kompanije "C" je 51%.

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 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 $\log(1 + \text{broj meseci proveden u stečajnom postupku})$. 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							
Varijable 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							
Varijable 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							
Varijable 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							
Varijable 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.

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

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 $\text{Log}(1+M1)$ 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, Gabler, 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 ratio 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 finansiranja 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 reorganizacije 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 istraživanju 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 podnale 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:

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

$$\text{MNG CHANGE (1,0)} = \beta_1 \times \text{Log}(1+\text{M1}) + \beta_2 \times \text{INDIVIDUAL} + \beta_3 \times \text{OWN CHANGE} + \varepsilon$$

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

$$\text{MNG CHANGE (1,0)} = \beta_1 \times \text{EBITDA MARGIN} + \beta_2 \times \text{ROA} + \beta_3 \times \text{LIQUIDITY} + \beta_4 \times \text{LEVERAGE} + \beta_5 \times \text{PRODUCTIVITY} + \varepsilon$$

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

$$\text{MNG CHANGE (1,0)} = \beta_1 \times \text{CREDITORS BOARD} + \beta_2 \times \text{BANK RES} + \varepsilon$$

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

$$\text{MNG CHANGE (1,0)} = \beta_1 \times \text{Log(AT)} + \beta_2 \times \text{Log(S)} + \beta_3 \times \text{CLASS} + \beta_4 \times \text{BANKRUPTCY TIME} + \beta_5 \times \text{PREPACK} + \varepsilon$$

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)

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

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

doprinosu 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 vlasnika 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 podnale UPPR u poređenju sa kompanijama koje su podnale 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 $\log(1 + \text{broj meseci proveden u stečajnom postupku})$.

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 heteroskedastičnosti 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)

Prvi model				
R-sq	F	df1	df2	p
0,093	2,241	5,000	77,000	0,059
Drugi model				
R-sq	F	df1	df2	p
0,037	1,660	2,000	80,000	0,197

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

Prvi model							
Varijable 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							
Varijable 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
Drugi model				
	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.

Stečajna reorganizacija kao instrument korporativnog upravljanja na primeru srpskih kompanija u finansijskim teškoćama

- 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 korporativnog 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 pretili 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. & Krahen, 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 Financing and 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](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 Economics*. 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. Dostupno 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 External 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 na: <http://www.turnaround-sa.com/pdf/Outcomes%20in%20Prepackaged%20Bankruptcies.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 finansijskih 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 School 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 Council of 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 sedištim 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 sajтови

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
DORČOL 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 stečajnog 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
Mašinar 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 stečajnog 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 OBUČA 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- $\log(1 + \text{broj meseci proveden u stečajnom postupku})$

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