

**UNIVERZITET U BEOGRADU
EKONOMSKI FAKULTET**

Todor Ž. Spariosu

**TEORIJSKA I EMPIRIJSKA ANALIZA
EFIKASNOSTI STEČAJNOG PROCESA**

Doktorska disertacija

Beograd, 2016.

**UNIVERSITY OF BELGRADE
FACULTY OF ECONOMICS**

Todor Ž. Spariosu

**THE EFFICIENCY OF BANKRUPTCY
PROCESS – THEORETICAL AND
EMPIRICAL ANALYSIS**

Doctoral dissertation

Belgrade, 2016.

Mentor:
Prof. dr Blagoje Paunović
Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet

Član komisije: _____

Član komisije: _____

Član komisije: _____

Datum odbrane: _____

Teorijska i empirijska analiza efikasnosti stečajnog procesa

Rezime

Predmet ovog rada su teorijske i empirijske osnove za sagledavanje efikasnosti stečajnih postupaka i stečajnih sistema. Opšti cilj rada usmeren je na istraživanje efikasnosti stečajnog procesa u kontekstu relevantnih konceptualizacija, teorijskih orijentacija, praktičnih aspekata i rezultata empirijskih istraživanja. Rad je strukturiran u četiri celine.

U prvom delu rada definisani su bazični pojmovi: finansijske nevolje, insolventnost i stečaj. Potom, su prezentovana dva dominantna teorijska pristupa stečajnom procesu: teorija nagodbe kreditora i teorija stečajne politike (ili deobe gubitaka). Ova dva teorijska pristupa razlikuju se ne samo po određivanju cilja stečajnog procesa, već i po poimanju njegovih bitnih elemenata.

U nastavku se razmatra značenje koncepta efikasnosti u kontekstu insolventnosti. Najpre se sagledava relevantnost standardnih kriterijuma efikasnosti – Pareto i Kaldor-Hicks kriterijum, a potom i Posnerov princip maksimiziranja bogatstva. Ukazuje se na njihove prednosti i ograničenja, a uporedo se izlaže razlika između supstancijalnih i proceduralnih ciljeva zakonodavstava, uključujući i zakonodavstvo insolventnosti. Ovoj distinkciji ciljeva primeren je i alternativni koncept efikasnosti – koncept efikasnosti zasnovan na transakcionim troškovima.

Ex ante i *ex post* efikasnost stečajnog procesa su njegove podjednako važne odrednice. *Ex post* efikasnosti se obično pridaje veći značaj jer je usredsređena na preusmeravanje imovine dužnika u produktivne upotrebe i na najveći stepen namirenja poverilaca. Stečaj ima i važnu *ex ante* funkciju, jer njegovi *ex post* ishodi određuju ne samo podsticaje dužnika i kreditora, već i cenu kredita i njegovu dostupnost. A dostupnost kredita i uslovi po kojima se oni odobravaju predstavljaju vrlo važan preduslov rasta preduzeća i važnu kompetitivnu prednost privreda. Iz tog razloga, kada se koncipiraju stečajni sistemi veoma se vodi računa i o *ex ante* aspektu efikasnosti, jer ona nije uvek kompatibilna sa *ex post* efikasnošću.

Prvi deo završava prezentacijom dva standardna stečajna postuka: likvidacije i reorganizacije. Reorganizaciji se poklanja veći prostor jer je njena analitička osnova mnogo kompleksnija. Naročita pažnja se poklanja pregovaračkom procesu koji se može razumeti samo ako se u obzir uzmu svi legalni okviri koji ga strukturiraju.

Drugi deo rada posvećen je praktičnim aspektima stečajnog procesa. Najpre se predstavljaju bitna obeležja poravnanja (vansudskih) – mehanizma kojim akteri na tržišnim osnovama redefinišu svoje dužničko-poverilačke odnose. U nekim zemljama ovaj mehanizam obavlja vrlo važnu ekonomsku funkciju pre stečaja, ali ona ostaje nevidljiva. Posebno se apostrofiraju prepreke poravnanjima: problem ostajanja po strani, asimetrične informacije i konflikt interesa.

Unapred propremljeni planovi reorganizacije su predmet razmatranja u nastavku. Posredi je hibridni mehanizam restrukturiranja dugova firmi u finansijskim nevoljama koji kombinuje prednosti poravnanja kao neformalnog mehanizma i stečajne reorganizacije kao formalnog postupka. Kombinujući prednosti ova dva mehanizma on dobija sve značajnije mesto u modernim sistemima. Prevažodno zbog toga što brzo i uz male troškove može da doprinese uspešnom restrukturiranju dugova, unapred pripremljeni plan reorganizacije predstavlja nezaobilazni mehanizam rešavanja finansijskih nevolja.

Akvizicije u savremenim stečajnim postupcima su vrlo prisutne. U osnovi je jedan sasvim jednostavan razlog – mogućnosti sinergije u stečajevima daleko su veće nego u redovnim okolnostima. Sa praktičnog aspekta, veoma je značajno u kojim se okvirima obavljaju, da bi se potencijalni efikasni ishodi ostvarili.

Sistemska stečaj je posebna tema koja je zaslužila obradu u ovom delu. Konvencionalni stečaj nije primeren svim mogućim situacijama. On je koncipiran za normalne (redovne) okolnosti kada se stečajevi dešavaju izolovano. U uslovima finansijskih kriza, međutim, veliki broj firmi istovremeno se suočava sa finansijskim nevoljama, zbog toga što krediti postaju nedostupni, zbog toga što dramatično rastu kamatne stope ili devizni kursevi. Firme koje u normalnim okolnostima posluju uspešno u uslovima finansijskih kriza suočavaju se sa ozbiljnim problemima. Zbog toga u takvim okolnostima primarna funkcija stečaja više nije minimiziranje grešaka u skringu/filtriranju firmi koje su sposobne za život, već očuvanje operacija firmi u finansijskim nevoljama, s obzirom na to da bi njihovo gašenje dalje produbilo krizu. U ovom delu rada se elaboriraju i dva fenomena koja objašnjavaju transmisiju efekata finansijskih kriza na bilanse preduzeća i njihovu insolventnost: to su fenomen „iskonskog greha“ i „valutnog nesklada“.

Finalni deo ove celine posvećen je uporednoj analizi stečajnih mehanizama u pojedinim zemljama. I u ovoj analizi centralno mesto pripada onim tendencijama koje se manifestuju u SAD, pošto je stečajni sistem u ovoj zemlji najdinamičniji, a u isto vreme služi kao uzor prilikom oblikovanja stečajnih sistema u drugim zemljama. U ovom delu se posebno elaboriraju promene koje je doživela standardna reorganizacija u SAD. Pre svega, *ex post* kontrola u stečaju koju su preuzeli kreditori. Zatim, nezaobilazna je uloga finansiranja dužnika u posedu. I konačno, rastući značaj prodaja imovine ili *going concern* prodaja u reorganizacijama.

Treći deo rada strukturiran je u dve tematske celine. Jedna obrađuje problem strukture kapitala. Stečaj je problem koji je vezan za zaduživanje; bez zaduživanja – stečaja ne bi ni bilo. Teorija strukture kapitala je upravo ona disciplina koja iz normativne i pozitivne perspektive elaborira problem optimalnog izbora između duga i sopstvenog kapitala. Centralno mesto u ovom delu ima *trade-off* teorija strukture kapitala u svojoj složenijoj formi koja uključuje i troškove finansijskih nevolja, kao i agencijske troškove. Druga tematska celina u ovom delu rada posvećena je predlozima za usavršavanje postojećih stečajnih postupaka. Jedan od najranijih predloga jeste da se reorganizacija zbog njenih mana koje ispoljava u praksi zameni aukcijama. Međutim, i aukcije u kontekstu stečaja ispoljavaju određene probleme. Poverioci različitog senioriteta iskazuju preferencije prema aukcijama sa različitim obrascem prihoda, što može da otvori konflikte interesa i u aukcijama. Aukcije u stečaju su specifične i zbog toga što mnogi učesnici stečaja imaju prethodni ulog u predmetu aukcije, što otvara problem atipičnog licitiranja koje može da uzrokuje neefikasnost. Drugi uticajan predlog se zasniva na opcijama. Procesom strukturiranog pregovaranja u stečajnoj reorganizaciji simultano se rešavaju dva problema: problem upotrebe imovine i problem raspodele. Kada se ova dva problema ne razdvajaju, pritisci za koncesije u raspodeli mogu ugroziti i odluku o upotrebi imovine, sa implikacijama po efikasnost. Opcije rešavaju problem vrednovanja u stečaju na efektan i pravičan način i time jasno odvajaju problem raspodele od upotrebe imovine. U nastavku je prezentovan i jedan mehanizam koncipiran za uslove finansijskih kriza – *ACOORD* šema. Konačno, predstavlja se i ideja/predlog ugovaranja stečaja u nekoliko modaliteta.

Četvrti deo sadrži empirijsku analizu bankrotstva u Srbiji sa uporednim osvrtom. U empirijskom delu istraživanja ispitane su najpre determinante stopa namirenja

pojedinih klasa poverilaca: razlučnih i stečajnih. Zatim su sagledane i determinante agregatnog namirenja. Posebno su istraživane determinante relativnog učešća direktnih troškova stečaja u odnosu na ukupne prilive. Kao metoda korišćena je regresiona analiza i ona je ukazala na glavne faktore koji objašnjavaju varijabilitet stopa namirenja kao zavisnih varijabli. Stope namirenja razlučnih poverilaca najbolje objašnjavaju sledeće varijable: prezaduženost, učešće razlučnih u ukupnim potraživanjima, životni vek firme i veličina firme. Sektorska veštačka varijabla i vremenska varijabla koja izražava trenutak unovčenja imovine nisu pokazale statističku značajnost (izuzetak je jedino sektor trgovina), niti su značajno povećale prediktivnu moć modela.

Stope namirenja stečajnih poverilaca najbolje objašnjavaju sledeće varijable: veličina iskazana procenjenom vrednošću imovine (u logaritamskom izrazu), stopa pokrića, učešće razlučnih u ukupnim potraživanjima, kao i životni vek. Stope agregatnog namirenja najbolje objašnjavaju dve varijable: veličina dužnika i stopa pokrića. Glavne odrednice relativnih troškova stečajnog postupka su: veličina dužnika iskazana vrednošću njegove imovine, stopa pokrića i dužina trajanja faze unovčenja imovine.

U empirijskim istraživanjima stope namirenja se koriste kao sintetički pokazatelj efikasnosti pojedinih postupaka, ali i stečajnih sistema. Međutim, na efikasnost postupaka i sistema mogu da deluju i drugi faktori. Zbog toga se prilikom ocene njihove efikasnosti na bazi stope namirenja vodi računa o ovim faktorima i kontroliše njihovo dejstvo.

Ovaj metodološki uvid skreće pažnju na relevantno pitanje – da li su izmerene stope namirenja na uzorku valjan pokazatelj (ne)efikasnosti stečajnog sistema Srbije. Može se reći da su stope namirenja sintetički izraz stanja u kome su firme ušle u stečaj, njihovih drugih karakteristika, poput stepena obezbeđenja potraživanja, ali i efikasnosti stečajnog sistema. Izrazito niske stope pokrića (naročito one koje su merene *ex post* po prodaji imovine na osnovu ostvarenih cena) ukazuju da je stanje firmi u uzorku primarna determinanta stopa namirenja, a efikasnost stečajnog sistema tek sporedan faktor. I to ukazuje da pažnju valja usredsrediti na pitanje kako je u sistemu rešeno pitanje „okidača“ stečaja ili njegovog optimalnog *tajminga*.

Ključne reči: stečajni proces, efikasnost, insolventnost, stečajna reorganizacija, bankrotstvo.

Naučna oblast: Ekonomika preduzeća

UDK 347.736 (497.11)

Summary

The Efficiency of Bankruptcy Process - Theoretical and Empirical Analysis

The research focuses on theoretical and empirical basis for understanding the efficiency of bankruptcy proceedings and insolvency systems. This dissertation aimed to investigate the efficiency of bankruptcy proceedings in the context of relevant conceptualization, theoretical orientations, practical aspects and results of empirical research. The dissertation is structured in four parts.

In the first part are defined the basic concepts: financial distresses, insolvency and bankruptcy. Then, there have been presented two dominant theoretical approaches to the bankruptcy: creditors' bargain theory and the bankruptcy-policy (or loss-distribution) theory. These two theoretical approaches differ not only in determining the objective of the bankruptcy process, but also for the understanding of its essential elements.

Further on is considered the meaning of the concept of efficiency in the context of insolvency. Initially is regarded the relevance of standard efficiency criteria – Pareto and Kaldor-Hicks criterion, and then Posner's wealth maximization principle. We indicate on their advantages and limitations, and simultaneously expose the difference between substantive and procedural goals of legislation, including insolvency law. For this distinction an alternative concept of efficiency is suitable – the transaction cost efficiency.

Ex ante and *ex post* efficiency of the bankruptcy process are its equally important determinants. *Ex post* efficiency is usually given greater importance because it is focused on redirecting the debtor's assets into productive use and the highest degree of creditors recovery. Bankruptcy has also an important *ex ante* function, because its *ex post* outcome determined not only incentives for debtors and creditors, but also the cost of the loans and their availability. Availability of loans and the conditions under that they are granted are very important precondition for the growth of enterprises and an important competitive advantage of economies. For this reason, when the bankruptcy systems are conceived it greatly takes into account the *ex ante* aspect of efficiency, because it is not always compatible with *ex post* efficiency.

The first part ends with the presentation of two standard bankruptcy proceedings: liquidation (bankruptcy liquidation) and reorganization (bankruptcy reorganization).

Reorganization is given more space because its analytical basis is much more complex. Special attention is paid to the negotiation process that can be understood only if we take into account the legal framework that structure them.

The second part is dedicated to the practical aspects of the bankruptcy process. Primarily are presented the essential characteristics of workouts (extrajudicial) – the mechanism by which actors on market principles redefine their debtor-creditor relations. In some countries this mechanism performs a very important economic function before the bankruptcy, but it remains invisible. Particularly are pointed out the obstacles of workouts: holdout problem, asymmetric informations and conflicts of interest.

Pre-packaged reorganization plan is under consideration hereinafter. It is a hybrid mechanism for debt restructuring of companies in financial difficulties, which combines the advantages of workout as informal mechanism and bankruptcy reorganization as a formal procedure. Combining the advantages of these two mechanisms it increasingly gains an important place in modern bankruptcy systems. Primarily because it quickly and at low cost, can contribute to the successful restructuring of debts.

Acquisitions in the modern bankruptcy proceedings are very present. Basically it is a quite simple reason – possibilities of synergies in bankruptcies are far greater than in normal circumstances. From a practical point of view, it is very important in which frameworks it is carried out, in order the potential efficient outcomes would be achieved.

Systemic bankruptcy is a special topic that deserved treatment in this research. Conventional bankruptcy is not suitable to all possible situations. It is designed for normal (regular) circumstances when bankruptcies occur in isolation. However, in a financial crisis, many companies at the same time are facing to financial distresses, because loans are becoming inaccessible. The main reason can be found in increasing interest rates or foreign exchange rates. Companies that normally operate successfully in conditions of financial crisis are faced to serious problems. Therefore, in such circumstances, the primary function of bankruptcy is no longer the minimization of errors in screening/filtering of companies that are viable, but to preserve the operations of firms in financial distresses, due to the fact that their shutdown further deepened the crisis. This part elaborates the two phenomena that explain the transmission of the effects of the financial crisis on the balance sheets of companies and their insolvency: these phenomenons are the "original sin" and the "currency mismatche".

The final part of this unit is dedicated to the comparative analysis of bankruptcy mechanisms in selected countries. In this analysis, the central place belongs to the tendencies manifested in the United States. Since the bankruptcy system in this country is the most dynamic, but at the same time serves as a model when designing insolvency systems in other countries. In this part are particularly elaborated changes that underwent the standard reorganization in the US. First of all, *ex post* controls in bankruptcy undertaken by the creditors. Then, inevitable is the role of the debtor in possession financing. And finally, the growing importance of asset sale or a *going concern* sale in reorganizations.

The third part of the paper is structured into two thematic sections. One deals with the problem of capital structure. Bankruptcy is a problem that is linked to borrowing; without borrowing – bankruptcy would not exist. The theory of capital structure is precisely the discipline which from normative and positive perspective elaborates the problem of optimal choice between debt and equity. The central place in the paper has the *trade-off* theory of capital structure in its more complex form, which includes the costs of financial distresses, as well as agency costs. The second thematic unit in this part is devoted to proposals for the improvement of existing bankruptcy proceedings. One of the earliest of the proposals is the replacement of reorganization process, due to its flaws that manifested in practice, by auctions. However, in the context of bankruptcy, auctions also manifest certain problems. Creditors of different seniority express preferences for auctions with different pattern of revenue, which can open conflicts of interest in the auctions. Auctions in bankruptcy are specific and due to many of the participants have previous bankruptcy stake in the auction object (toehold), which raises the problem of atypical bidding that may cause inefficiency. Other influential proposal is based on the options. Structured negotiation process in the bankruptcy reorganization simultaneously solves two problems: the problem of the asset allocation and the problem of distribution. When these two issues are not separated, the pressures for concessions in the distribution may jeopardize the decision on the use of the property, with implications for efficiency. Options solve the problem of valuation in bankruptcy in an efficient and equitable manner, thus clearly separating the problem of the distribution from the use of the assets. Below is presented a mechanism designed for the requirements of the financial crisis -

ACOORD scheme. Finally, idea of contracting about bankruptcy in several modalities is presented.

The fourth part contains an empirical analysis of bankruptcy in Serbia with a comparative view. In the empirical part of the study initially were tested the determinants of the recovery rates of individual classes of creditors: secured and unsecured. Then were analyzed the determinants of aggregate recovery. Especially were studied the determinants of the relative share of direct bankruptcy costs into total inflows. As a method was used the regression analysis, and it pointed out the main factors that explain the variability of the recovery rate as the dependent variable. Recovery rates for secured creditors is best determined by following variables: over-indebtedness, the share of secured claims in total claims, the life span and the size of the company. Sectoral dummy variable and the time dummy variable that expresses the moment of the liquidation of assets showed no statistical significance (the only exception is the trade sector), nor have significantly increased the predictive power of the models.

Recovery rates of unsecured creditors are best explained by following variables: the size of the debtor measured by assets value (in logarithmic terms), the coverage rate, the share of the secured in total claims, as well as debtor lifespan. The aggregate recovery rate is best determined by two variables: the size of the debtor and the coverage rate. The main determinants of the relative costs of the bankruptcy proceedings are the size of the debtor measured in terms of assets, the coverage rate and duration of the liquidation phase of the assets.

In empirical research the recovery rates are used as a synthetic indicator of the efficiency of individual proceedings, but also of the bankruptcy systems. However, the efficiency of proceedings and systems can be influenced and by other factors. Therefore, when evaluating their efficiency by the recovery rates we should take into account these factors and control their effects.

This methodological insight draws attention to the relevant question – whether the measured recovery rates in the sample are a valid indicator of the (in)efficiency of the bankruptcy system in Serbia. It can be said that the recovery rates are the synthetic expression of the situation in which the companies entered into bankruptcy, their other characteristics, such as the degree of secured claims, but also the efficiency of the bankruptcy system. Extremely low coverage rates, especially those that are measured *ex*

post according to sale of assets on the basis of actual price, indicate that the economic conditions of firms in the sample is the primary determinant of the recovery rate and efficiency of the bankruptcy system only a secondary factor. At last it suggests that attention should focus on the question of how is in the system resolved the question of bankruptcy "trigger" or its optimal *timing*.

Keywords: bankruptcy proceeding, efficiency, insolvency, bankruptcy reorganization, bankruptcy.

Scientific field of study: Economics of the Firm
UDC: 347.736 (497.11)

SADRŽAJ

	Strana
U V O D	1
I DEO: STEČAJNI PROCES - TEORIJE I KONCEPTUALIZACIJE	5
1. FINANSIJSKE NEVOLJE, INSOLVENTNOST I STEČAJ: POJMOVNA ANALIZA	5
1.1. Ekonomske i finansijske nevolje	5
1.2. Insolventnost i stečaj	7
1.3. Ishodi stečaja	9
2. SAVREMENE TEORIJE STEČAJA	11
2.1. Prethodne napomene	11
2.2. Teorija nagodbe kreditora	13
2.2.1. Strateški i troškovi administriranja postupka	14
2.2.2. Očuvanje poslovnog integriteta dužnika	14
2.2.3. Mesto reorganizacije i obezbeđenih kreditora	15
2.2.4. Promena pravila i odnos prema neinvestitorima	16
2.2.5. Kritičko preispitivanje modela	17
2.3. Teorija stečajne politike	18
2.3.1. Vrednosti koje se čuvaju u stečaju	18
2.3.2. Širi spektar ciljeva stečaja – preraspodela	20
2.3.3. Stečaj kao ekonomska mreža sigurnosti	22
3. KONCEPT EFIKASNOSTI U KONTEKSTU INSOLVENTNOSTI	23
3.1. Pareto efikasnost	23
3.2. Kaldor-Hicks kriterijum efikasnosti	26
3.3. Zajednička obeležja Pareto i Kaldor-Hicks kriterijuma efikasnosti	28
3.4. Posnerov princip maksimizacije bogatstva	28
3.5. Supstancijalni i proceduralni ciljevi zakona	30
3.6. Koncept efikasnosti zasnovan na transakcionim troškovima	31
4. EX ANTE I EX POST EFIKASNOST STEČAJNOG PROCESA	33
4.1. Preraspodela i efikasnost stečajnog procesa	33
4.2. <i>Ex ante</i> efikasnost - podsticaji stečajne legislative	34
4.3. <i>Ex post</i> efikasnost	38
4.4. Stečaj kao skrining mehanizam	39
5. STANDARDNI STEČAJNI POSTUPCI	42
5.1. Likvidacija (bankrotstvo)	42
5.1.1. Prodaja u delovima i <i>going concern</i> prodaja	42
5.1.2. Redosled namirenja u likvidaciji: pravilo apsolutnog prioriteta	43
5.2. Reorganizacija stečajnog dužnika	45
5.2.1. Osnovne karakteristike	45
5.2.2. Okviri pregovora u stečajnoj reorganizaciji	47

II DEO: STEČAJNI PROCES - PRAKTIČNI ASPEKTI	55
6. PORAVNANJE	55
6.1. Opcije pred firmama u nevolji	55
6.2. Privatna poravnanja i troškovi stečaja	58
6.3. Prepreke privatnim poravnanjima	59
6.3.1. Problem držanja po strani	60
6.3.2. Asimetrične informacije	62
6.3.3. Konflikti interesa	63
6.4. Empirijski nalazi u vezi s poravnanjem	65
6.5. Principi dobrovoljnog spašavanja	66
6.6. Prednosti i nedostaci poravnanja	68
7. UNAPRED PRIPREMLJENI PLANOVI REORGANIZACIJE (UPPR)	69
7.1. Hibridna priroda postupka	70
7.2. Ekonomske koristi od UPPR	71
7.3. Dobre i loše strane UPPR	74
7.4. Izbor između UPPR, poravnanja i reorganizacije	76
8. AKVIZICIJE U STEČAJU	78
8.1. Akvizicije pre stečaja	78
8.2. Akvizicije u stečajnoj reorganizaciji	81
9. SISTEMSKI STEČAJ	83
9.1. Finansijske krize	84
9.1.1. Manifestacije i faktori koji uslovljavaju finansijske krize	84
9.1.2. Faze i vrste finansijskih kriza	85
9.1.3. Fenomen deflacije duga	87
9.2. Dinamika realnog sektora u uslovima finansijskih kriza	90
9.2.1. Mehanizmi transmisije kriza na realni sektor	90
9.2.2. Fenomeni "iskonskog greha" i "valutnog nesklada"	92
9.2.3. Predlozi reformi stečajnog režima za uslove kriza	93
10. UPOREDNA ANALIZA	97
10.1. SAD	97
10.1.1. Bazični instituti	97
10.1.2. <i>Equity Receivership</i> - preteča moderne stečajne reorganizacije	99
10.1.3. Promene tradicionalne organizacije	100
10.1.4. Finansiranje dužnika u posedu	105
10.1.5. Prodaja imovine u Poglavlju 11	108
10.2. Evropske zemlje	110
10.2.1. UK	110
10.2.2. Francuska	114
10.2.3. Švedska	118
10.3. Generalizacija	123
10.3.1. Raspored moći između dužnika i poverilaca	123
10.3.2. Optimalni stečajni sistemi u datim informacionim okvirima	125

III DEO: TEORIJE STRUKTURA KAPITALA I PREDLOZI ZA UNAPREĐENJE STEČAJNOG PROCESA	127
11. TEORIJE STRUKTURE KAPITALA	127
11.1. Tradicionalna teorija strukture kapitala	128
11.2. <i>Trade-of</i> teorija strukture kapitala	132
11.2.1. Porezi	132
11.2.2. Troškovi finansijskih nevolja i stečaja	136
11.2.3. Agencijski troškovi	144
11.2.3.1. Agencijski troškovi duga - konflikti vlasnika i kreditora	144
11.2.3.2. Agencijske koristi duga - konflikti vlasnika i menadžera	147
12. PREDLOZI ZA UNAPREĐENJE STEČAJNOG PROCESA	152
12.1. Tržišne konsideracije u stečaju – aukcije	153
12.1.1. Aukcije u reorganizaciji	153
12.1.2. Aukcije kao zamena reorganizacije	154
12.1.3. Problem izbora tipa aukcije u stečaju	156
12.1.4. Aukcija u stečaju - problem prethodnog uloga	157
12.1.5. Stromberg-ov model i njegovi opšti nalazi	159
12.2. Metod opcija	160
12.2.1. Opcije kao metod vrednovanja firmi u stečaju	160
12.2.2. Kritika modela opcija	164
12.3. <i>ACCORD</i> šema	168
12.3.1. Sistemske finansijske krize	168
12.3.2. Osnovni elementi i implementacija	170
12.3.3. Institucionalni aspekti	172
12.4. Ugovaranje stečaja	173
12.4.1. Opšte napomene	173
12.4.2. Automatski stečaj	175
12.4.3. "Meni" pristup stečaju	177
12.4.4. "Evergreen model"	178
12.4.5. Empirijska provera predloga	179
IV DEO: EMPIRIJSKA ANALIZA EFIKASNOSTI STEČAJNOG PROCESA U SRBIJI SA UPOREDNIM OSVRTOM	181
13. EMPIRIJSKA ANALIZA EFIKASNOSTI BANKROTSTVA U SRBIJI	181
13.1. Kratak pregled reformi stečajne legislative u Srbiji	181
13.1.1. Zakon o stečajnom postupku iz 2004. godine	181
13.1.2. Zakon o stečaju iz 2009. godine	182
13.1.3. Sporazumno finansijsko restrukturiranje	184
13.1.4. Legalni okviri bankrotstva i standardi	185

13.2.	Metodološki okviri	188
13.2.1.	Obuhvat i ciljevi istraživanja	188
13.2.2.	Uzorak i izvori podataka	188
13.2.3.	Deskriptivna statistika uzorka	190
13.2.4.	Definisanje varijabli	193
13.2.5.	Hipoteze istraživanja	199
13.3.	Rezultati empirijskog istraživanja	200
13.3.1.	Stepen namirenja razlučnih poverilaca	200
13.3.2.	Stepen namirenja stečajnih poverilaca	205
13.3.3.	Stepen agregatnog namirenja poverilaca	209
13.3.4.	Relativno učešće direktnih troškova stečaja u prilivima	211
14.	STATISTIKA STEČAJA U SRBIJI SA UPOREDNIM OSVRTOM	214
14.1.	Statistika stečaja u Srbiji	214
14.1.1.	Broj otvorenih i zaključenih postupaka	214
14.2.	Insolventnost u evropskim zemljama i SAD	217
14.2.1.	Broj stečajeva	217
14.2.2.	Dinamika i talasi stečajeva	220
14.3.	Relativna učestalost stečaja	221
14.3.1.	Stope insolventnosti u Srbiji	221
14.3.2.	Stope insolventnosti u evropskim zemljama	222
14.4.	Stopa namirenja kao sintetički indikator efikasnosti	225
14.4.1.	Uporedna efikasnost stečajnih sistema merena stopama namirenja	225
14.4.2.	"Okidač" stečaja ili optimalni tajming stečaja	229
	ZAKLJUČAK	231
	LITERATURA	238
	PRILOZI	256

Spisak tabela

Tabela 1. Deskriptivna statistika uzorka

Tabela 2. Otvoreni i zaključeni stečajni postupci u Srbiji

Tabela 3. Stečaj u evropskim zemljama i SAD

Tabela 4. Relativna učestalost stečaja u Srbiji

Tabela 5. Učestalost stečajeva u evropskim zemljama

Tabela 6. Struktura potraživanja, stope namirenja i stope pokrića – Francuska, Nemačka i UK

Spisak slika

Slika 1. Putevi preživljavanja kroz stečaj

Slika 2. Tradicionalni pristup strukturi kapitala

Slika 3. Optimalni nivo duga sa porezima i troškovima finansijskih nevolja

Slika 4. Optimalni levridž sa porezima, agencijskim i troškovima finansijskih nevolja

Spisak grafikona

Grafikon 1. Otvoreni i zaključeni stečajni postupci: Srbija 2005-2015.

U V O D

Senbet i Wang (2012) konstatuju da iznenađujuće mnogo pitanja vezanih za korporativne finansijske nevolje i stečaj još uvek nije rešeno, pa otud postoje i široke mogućnosti za dalja istraživanja. I ovo istraživanje je usredsređeno u tom pravcu.

Poslovni neuspesi su inherentna karakteristika svakog privrednog sistema. Oni proizilaze iz same dinamike privređivanja koju Šumpeter opisuje kao *kreativnu destrukciju*. Ona implicira da se rast kapitalističkih privreda odvija kontinuiranim procesom inovacija koje nužno rezultiraju i zastarelošću poslova, tehnologije i operacija, a samim tim i izrazitom dinamikom ulaska i izlaska subjekata sa tržišta. Šumpeterov uvid o evoluciji privreda je aktuelan i danas, kao što je bio u trenutku kada je po prvi put formulisan.

Efikasan stečajni proces je od presudnog značaja za glatko funkcionisanje tržišnih privreda. Preduzeća često koriste stečaj svojom voljom kao mehanizam izlaska sa tržišta i prekida svojih operacija. Nekad stečaj koriste i kao mehanizam restrukturiranja preteranih dugova i ozdravljenja. Katkad protiv volje prezaduženih firmi stečaj pokreću njihovi poverioci; u stečaju se njihova imovina prodajom preusmerava u vrednije upotrebe, a pri tome se takve firme gase. Izlazak sa tržišta koji se odvija posredstvom stečaja treba da je što jeftiniji, kako bi se novi preduzetnici ohrabрили na ulazak. Visoke stope izlaska i ulaska na tržište obezbeđuju visoku kompetitivnost privreda. A visoka kompetitivnost obezbeđuje stalnu realokaciju resursa u duhu *kreativne destrukcije* koja obezbeđuje unapređenje društvene dobrobiti.

White (1998) ističe jedno od osnovnih načela u ekonomiji da konkurencija dovodi tržišta u stanje dugoročne ravnoteže u kojoj firme koje prežive proizvode pri minimalnim troškovima. A u tranziciji ka dugoročnoj ravnoteži, neefikasne firme bivaju eliminisane sa tržišta; to su firme koje koriste zastarele tehnologije i proizvode robe i usluge za kojima ne postoji tražnja. Od toga najveću korist imaju potrošači, jer se dugoročno dobra i usluge proizvode i prodaju po najnižim mogućim cenama. Legalni mehanizam kojim se često eliminišu neefikasna preduzeća sa tržišta jeste stečaj.

White (1998) je ukazala i da stečaj treba da služi kao skrining proces koji je koncipiran tako da eliminiše sa tržišta samo firme koje su ekonomski neefikasne, a čiji se resursi mogu upotrebiti celishodnije u dugim delatnostima.

U savremenim tržišnim privredama realokacija resursa vrši se neprekidno, kao rezultat promene preferencija, tehnologije i ljudskih veština. Stečaj je samo jedan od načina restrukturiranja u privredi. Pored stečaja u procesu restrukturiranja važnu ulogu imaju i integracije (*mergers*), preuzimanja (*acquisitions*), interne rekompozicije u okvirima konglomerata, kao i dobrovoljna gašenja firmi odlukama vlasnika, praćena prodajom njihove imovine. Saglasno tome, stečaj ima samo ograničenu, ali vrlo važnu ulogu u kompleksnom procesu restrukturiranja privrede.

Stečaj je legalni proces kojim firme, pojedinci, lokalne zajednice, a ponekad i suverene države rešavaju problem prezaduženosti. Predstavlja kolektivni postupak kojim kreditori naplaćuju svoja potraživanja od dužnika koji su dospeli u finansijske neprilike. Stečaj, takođe, zaštićuje pojedince, firme, lokalne zajednice i suverene države koji su postali prezaduženi.

Stečaj nudi potencijalne koristi kako za kreditore/poverioce tako i za dužnike. Kreditore u stečaju brzo naplaćuju što je više moguće od dužnika koji očitno nije u mogućnosti da namiri sve svoje obaveze. Namireni iznosi mogu da se plasiraju u nove investicije. Stečaj dužniku, pak, omogućava da se brzo reši dugova. Posle toga on je u poziciji da svoje preostale resurse i ljudski kapital usmeri u nove poduhvate.

Američki stečajni sistem, a sve više i drugi po ugledu na njega, obezbeđuje najvećem broju dužnika drugu šansu. Gledati na stečajni sistem samo iz perspektive kreditora znači odbacivanje njegovog centralnog ingredijenta. Oduvek je legislativa tragala za dobrim rešenjima u oblikovanju druge šanse, uz očuvanje korektnog pristupa prema kreditorima i drugim poveriocima. Doktrina druge šanse se odnosi, zapravo, na sve privredne subjekte mada ona ponekad nije istaknuta u prvi plan.

U većini zemalja postoje dve vrste stečajnih postupaka: jedan za likvidaciju imovine posrnutih firmi koje nemaju realne izgleda da prežive; i drugi za reorganizaciju posrnutih firmi koje imaju izgleda da opstanu na tržištu. Posebno mesto u stečajnim sistemima imaju postupci spašavanja (*rescue*) firmi koji se odvijaju reorganizacijom. Zasnivaju se na pretpostavci da je *going concern* vrednost biznisa veća od likvidacione vrednosti imovine kojom se obavlja.

Centralno mesto u ovom radu ima stečajni sistem u Srbiji. U empirijskom delu ovog rada u središtu pažnje jeste efikasnost stečajnog procesa u Srbiji. Ona se sagledava pomoću stopa namirenja, kao što je uobičajeno u relevantnoj literaturi. Pored

standardnih eksplanatornih varijabli stope namirenja, korišćena je i varijabla dužina neprekidne obustave plaćanja, koja predstavlja specifikum stečajnog procesa u Srbiji. Ona je konstruisana na osnovu podataka iz rešenja o pokretanju prethodnog stečajnog postupka nad dužnicima u kome je utvrđen pravni interes poverilaca (i dužnika) za sprovođenje stečajnog postupka, u periodu od 2010. do sredine 2012. godine. Posredi je poseban stečajni postupak za slučaj dugoročne nesposobnosti plaćanja koji je uveden čl. 150-154 Zakona o stečaju – tzv. automatski stečaj. On je bio usmeren na preduzeća čiji su računi bili blokirani više godina. U ovim preduzećima interes za pokretanje stečaja nisu iskazali ni dužnici, a ni poverioci. To su preduzeća koja su obustavila plaćanja, jer su uglavnom ostala bez prihoda.

Odredbe automatskog stečaja su uspostavile mehanizam koji je trebalo da eliminiše neaktivna preduzeća bez prihoda i imovine (otvaranjem i gašenjem postupka usled odsustva interesa za pokretanje stečaja), i da, u isto vreme, inicira pokretanje stečaja u preduzećima koja su raspolagala imovinom.

Varijabla dužina obustave plaćanja (zbog nesposobnosti plaćanja) imala je posebno mesto u ovom radu. Reč je o periodu u kome su firme obustavile sva plaćanja pre pokretanja automatskog stečaja, u periodu od 2010. do 2012. godine: duže od 3 godine, duže od 2 godine i duže od 1 godine. Ona je značajna jer ima opšti karakter. Naime, automatski stečaj je predstavljao svojevrstni eksperiment kojim je država intervenisala u uobičajena ovlašćenja dužnika i poverilaca da autonomno pokrenu stečaj. Ovaj upliv se zapravo ogledao u skraćivanju perioda obustave plaćanja, koji je pre toga bio izrazito dugačak.

Skraćivanje perioda obustave plaćanja upućuje na posebnu hipotezu da bi firme u kojima je automatskim stečajem period obustave plaćanja skraćen više, trebale da imaju i veće stope pokrića, a posledično i veće stope namirenja. Ova hipoteza može da se formuliše i uopštenije. Period obustave plaćanja mogao bi da se skрати i drugim rešenjima – manje krutim, zasnovanim na podsticajima ugrađenim u legislativi, i na osnovu toga očekivati veće namirenje poverilaca, odnosno veću *ex post* efikasnost stečajnog sistema. Za razliku od opšte hipoteze, posebna hipoteza je mogla da se testira empirijski.

U ovom radu stope namirenja se posmatraju u specifičnom značenju. One imaju svoj pandan u stopama gubitka. Niske stope namirenja, znače zapravo velike stope

gubitka poverilaca. I obrnuto, visoke stope namirenja znače male stope gubitka poverilaca. Stopa namirenja od 25% implicira stopu gubitka od 75%. Posmatranje ishoda stečaja kroz stopu gubitka, međutim, menja u velikoj meri perspektivu sagledavanja njegove efikasnosti. Ona se pomera sa samog formalnog postupka u kome se uspostavlja kontrola nad preostalom imovinom dužnika, na proces koji prethodi stečaju u kome se čuva ili rasipa najveći deo vrednosti.

U privredama sa razvijenim institucijama postoje delotvorni mehanizmi kojima kreditori skraćuju i sprečavaju rasipanje vrednosti pre stečaja. To su efektivni mehanizmi obezbeđenja potraživanja i delotvorne restriktivne klauzule u ugovorima o kreditu koje omogućavaju kreditorima da uspostavlja monitoring nad poslovanjem dužnika i tako spreče rasipanje vrednosti pre stečaja. Stope namirenja i stope gubitka primarno su određene efikasnošću mehanizama koji prethode stečaju. Ako su ti mehanizmi nedelotvorni, u stečaju može da se sačuva samo mali deo preostale vrednosti. I obrnuto, ako su ovi mehanizmi delotvorni u stečaju preostaje veća vrednost, koja može da se sačuva i preusmeri.

IDEO: STEČAJNI PROCES – TEORIJE I KONCEPTUALIZACIJE

1. FINANSIJSKE NEVOLJE, INSOLVENTNOST I STEČAJ: POJMOVNA ANALIZA

1.1. Ekonomske i finansijske nevolje

U središte ekonomske analize stečaja preduzeća je distinkcija između ekonomskih (*economic distress*) i finansijskih nevolja (*financial distress*). Firma koja se nalazi u ekonomskim nevoljama suočava se sa činjenicom da su joj operativni prihodi manji od operativnih troškova. Takva firma ne bi trebalo da nastavi svoje poslovanje. Njeno dalje postojanje samo vodi rasipanju resursa. Sa društvenog stanovišta i nema smisla spašavati preduzeća koja su propala na tržištu.

Finansijska nevolja, sa druge strane, uopšte ne implicira da firmu treba zatvoriti. Finansijske nevolje nastupaju kada firma ne može servisirati svoje dugove, kada se više zadužila nego što može da otplati. Nemogućnost otplate dugova je uslovljena strukturom kapitala firme.

Očito je da su finansijske i ekonomske nevolje konceptualno vrlo različite kategorije. Neke firme koje su sasvim zdrave u ekonomskom smislu ne mogu servisirati svoje obaveze pošto su prezadužene. Sa druge strane, neke firme nemaju problema sa plaćanjem obaveza, jer raspoložu dovoljnom gotovinom, ali posluju s gubicima. Između dve opisane vrste nevolja s kojima se suočavaju firme, ipak postoji veza. Firme koje su u ekonomskim nevoljama vrlo često su i u finansijskim nevoljama. Čest je slučaj zapravo da ekonomska nevolja uzrokuje i finansijsku nevolju.

Schwartz (1998) ovu distinkciju objašnjava jednostavnije. Neke firme ne zarađuju dovoljno prihoda da mogu da pokriju svoje nefinansijske troškove. Zbog toga njihova imovina treba da se preusmeri prodajom u bolje upotrebe, gde će neko njome moći da organizuje proizvodnju koja pokriva operativne troškove. Nasuprot tome, druge insolventne firme stiču dovoljne prihode koji pokrivaju proizvodne/operativne troškove, ali su nedovoljni za redovno servisiranje preuzetih dugova. Ove firme treba da nastave kao *going concern*, ali sa manjom zaduženošću ili sa promenjenom strukturom kapitala. To podrazumeva, pre svega, restrukturiranje njihovih dugova.

Odnos između ekonomskih i finansijskih nevolja može da se ispita i posredno. Hotchkiss (1995) je ispitala firme koje su javno kotirale i uputile zahtev za pokretanje stečaja između 1979. i 1988. godine. Utvrdila je da su firme iskazale operativne gubitke u godinama koje su prethodile pokretanju stečaja i da su ovi gubici veći nego što bi bilo koji opadajući trend u sektoru, iz kojih potiču, mogao to da objasni. Zbog toga je zaključila da su te firme ne samo u finansijskim nevoljama, nego i u ekonomskim. Međutim, firme mogu iskazati operativne gubitke i zbog teškoća koje su imanentne prilikom doseganja putanje profitabilnosti i rasta, što se naročito odnosi na *start-up* firme. Može se stoga zaključiti, poput Hotchkiss (1995), da mnogi dužnici u stečaju nisu samo u finansijskim nevoljama, nego i u ozbiljnim ekonomskim problemima.

Kako je sugerisao Jensen (1988), a objasnio Adler (1997), finansijske nevolje mogu da budu rezultat izolovanog ili ograničenog broja egzogenih šokova, dok su kontinuelni gubici verovatno pre rezultat endogenog defekta u firmi.

Kada je firma u ekonomskim nevoljama neto sadašnja vrednost njenih tokova gotovine je negativna i sa finansijske tačke gledišta takva firma u postojećoj formi bi trebalo da se gasi. Moguće je, međutim, da njena fizička imovina pod drugim vođstvom generiše pozitivnu neto sadašnju vrednost. U tom slučaju, bilo bi probitačno prodati takvu firmu kao *going concern* novim vlasnicima koji mogu unaprediti proces upravljanja.

Kada je firma u finansijskim nevoljama sadašnja vrednost očekivanih neto tokova gotovine koje generiše njena imovina je pozitivna, ali dug firme prevazilazi vrednost pomenutih tokova gotovine. Prema tome, firma je insolventna, ali generiše pozitivnu vrednost posmatrano ekonomski. U ovom slučaju, smanjenje duga i operativno restrukturiranje, u kombinaciji možda sa temeljnijim restrukturiranjem – poput promena u kontroli – bilo bi efikasnije.

Firma može da se nađe u finansijskim nevoljama, takođe, zbog ograničene likvidnosti, iako sadašnja vrednost njenih tokova gotovine prevazilazi vrednost dugova. To znači da je finansijski sistem date države zbog nekih razloga podbacio u obavljanju svoje funkcije obezbeđenja likvidnosti solventnoj privredi. Očita rešenja za takvu situaciju su infuzija likvidnosti ili restrukturiranje dugova.

1.2. Insolventnost i stečaj

Insolventnost je termin koji označava negativne performanse firme i može se reći da se upotrebljava sa vrlo preciznim konotacijama. *Tehnička insolventnost* postoji kada firma nije u mogućnosti da zadovolji svoje tekuće obaveze, označavajući nedostatak likvidnosti. Altman i Hotchkiss (2005) ističu da merenje tehničke insolventnosti evoluiralo tako da tradicionalni obrtni kapital više nije mera koja se preporučuje, već neto tokovi gotovine u odnosu na tekuće obaveze. Tehnička insolventnost može da bude samo privremeno stanje mada je često i neposredni uzrok pokretanja stečaja.

Insolventnost u stečajnom smislu je termin koji označava stanje koje nema privremeni, već prevashodno hronični karakter. Firma se nalazi u takvom stanju kada njene ukupne obaveze prevazilaze fer procenjenu vrednost njene ukupne imovine. Realna neto vrednost takve firme je očito negativna. Tehnička insolventnost se vrlo lako identifikuje dok je slučaj sa stečajnom mnogo kompleksniji, jer iziskuje kompleksno vrednovanje, koje se po pravilu odlaže za kasnije faze stečajnog procesa. Čak i kada se takve procene izvrše, one bivaju predmet diskusija i sporenja. Insolventnost firme u smislu da se sve njene obaveze ne mogu namiriti imovinom, nastaje ako rukovodstvo ne zatvara ili ne redukuje nerentabilne aktivnosti na vreme ili ako se dese veliki i iznenadni šokovi.

Stečaj za razliku od insolventnosti koja je ekonomski termin, ima prevashodno pravno značenje. Stečaj označava formalni postupak koji je pokrenut pred sudom i koji se sprovodi pod sudskim nadzorom, kako je to predviđeno odgovarajućom legislativom. Prema tome, može se reći da insolventnost označava ekonomsko stanje firme čija je neto vrednost negativna, a odrednica *u stečaju* označava njeno pravno stanje. U stečaju delatnost firme je regulisana mehanizmima predviđenim stečajnim zakonodavstvom. Primarna uloga ovih mehanizama je razrešenje problema insolventnosti.

Insolventnost i stečaj ne idu uvek ruku pod ruku. Firma ne mora da bude zaista insolventna da bi se njeni poverioci ponašali kao da je takva, samo zbog izgleda (verovatnoće) da to postane. Uzmimo primer firme koja duguje 100\$, sa izgledima od 50% da vredi 200\$ za godinu dana i sa 50% izgledima da vredi samo 50\$. Saglasno rečenom, njena očekivana vrednost je 125\$, što je više od vrednosti njenih obaveza. Međutim, poverioci će se prema njoj ponašati kao da je insolventna.

Stečaj je legalni mehanizam koji postoji u tržišnim privredama svugde u svetu. U savremenim pravnim sistemima stečaj je normiran vrlo različito. Međutim, iza takvih normi stoje jaki i po pravilu isti ekonomski razlozi koji su doveli do svojevrsne konvergencije u ovoj oblasti. Skoro u svim stečajnim procesima mogu se razlikovati dva postupka, uslovljenih istim ekonomskim razlozima.

Generalno, stečaj se može definisati i kao skup pravila koja institucionalizuju kolektivnu akciju poverilaca u naplati dugova (Jackson, 1986). Kada poverioci naplaćuju dugove van stečaja, njihove dominantne strategije su nekooperativne, i one, iako se čine racionalne sa ličnog stanovišta, ne produkuju efikasan ishod sa stanovišta grupe kao celine. Kolektivni troškovi rastu ako se pojedinačne aktivnosti ne koordiniraju. U literaturi je ova ideja formalizovana u ekonomskim modelima koji pokazuju efekte pomenutih eksternalija. U režimu koji je formulisao Jackson, stečaj može da poveća dobrobit kreditora time što predupređuje njihovo destruktivno ponašanje u izvršenju, čime se prevazilaze negativne eksternalije. Odgovarajuće uštede će pripasti dužniku u vidu nižih kamatnih stopa. Reč je o *ex ante* efektu jednog *ex post* rešenja destruktivne trke u naplati.

Rešenje problema rasipanja vrednosti pred stečaj iziskuje koordinaciju među učesnicima, odnosno njihovu kolektivnu akciju. Poznato je, međutim, da ona neće nastati spontanom delovanjem učesnika i zbog toga je i koncipirana stečajna legislativa. Ona je zapravo propisana kolektivna akcija sa ciljem zaštite efikasnosti. Stečaj zapravo uvodi mehanizme koordinacije među učesnicima koji sprečavaju rasipanje resursa i neefikasne ishode.

Najvažnija ekonomska funkcija stečaja je alokativna funkcija. U krajnoj instanci, funkcija sistema insolventnosti je da realocira imovinu nekompetitivnih i neefikasnih privrednih aktera. Da izvrši selekciju onih preduzeća koja su sposobna za život i da omogući njihovo restrukturiranje i ozdravljenje. U ovoj funkciji stečaj je deo šireg mehanizma stalnog recikliranja privredne strukture. Stečaj može da se tumači kao svojevrsan filter preduzeća; među posrnulima on identifikuje ona koja ispoljavaju sposobnost za život i doprinosi njihovom ozdravljenju. A imovinu onih koje nisu sposobne za život preumerava u efikasnije upotrebe.

Korporativni stečaj doprinosi povećanju efikasnosti privređivanja dvojako. Izbacivanjem neuspešnih firmi sa tržišta, povećava se nivo efikasnosti firmi koje

opstaju. Isto tako, ozdravljenjem preduzeća koja imaju ekonomsku perspektivu unapređuje se opšti nivo efikasnosti. Od toga koristi imaju potrošači jer konkurentnije firme proizvode dobra i usluge po nižim troškovima i prodaju ih po nižim cenama.

Stečajni postupak, međutim, nije savršen mehanizam selekcije i filter tržišta. Pre svega, zbog toga što ekonomska efikasnost (sposobnost za život) nije lako dokučiva kategorija, a odlučivanje u stečaju je motivisano i drugim interesima učesnika. Zbog toga su moguće dve vrste grešaka na koje je prva ukazala White (1989). Prva greška je kada se ekonomski neefikasna preduzeća u finansijskim problemima spašavaju, a druga vrsta greške nastaje kada se ekonomski efikasna preduzeća u finansijskim problemima likvidiraju. Trošak prve greške je zadržavanje sredstava u neefikasnim upotrebama. Trošak druge greške je gubitak ljudskog kapitala specifičnog za dato preduzeće i izlišni transakcioni troškovi, jer će takva firma po svemu sudeći ponovo biti otvorena.

1.3. Ishodi stečaja

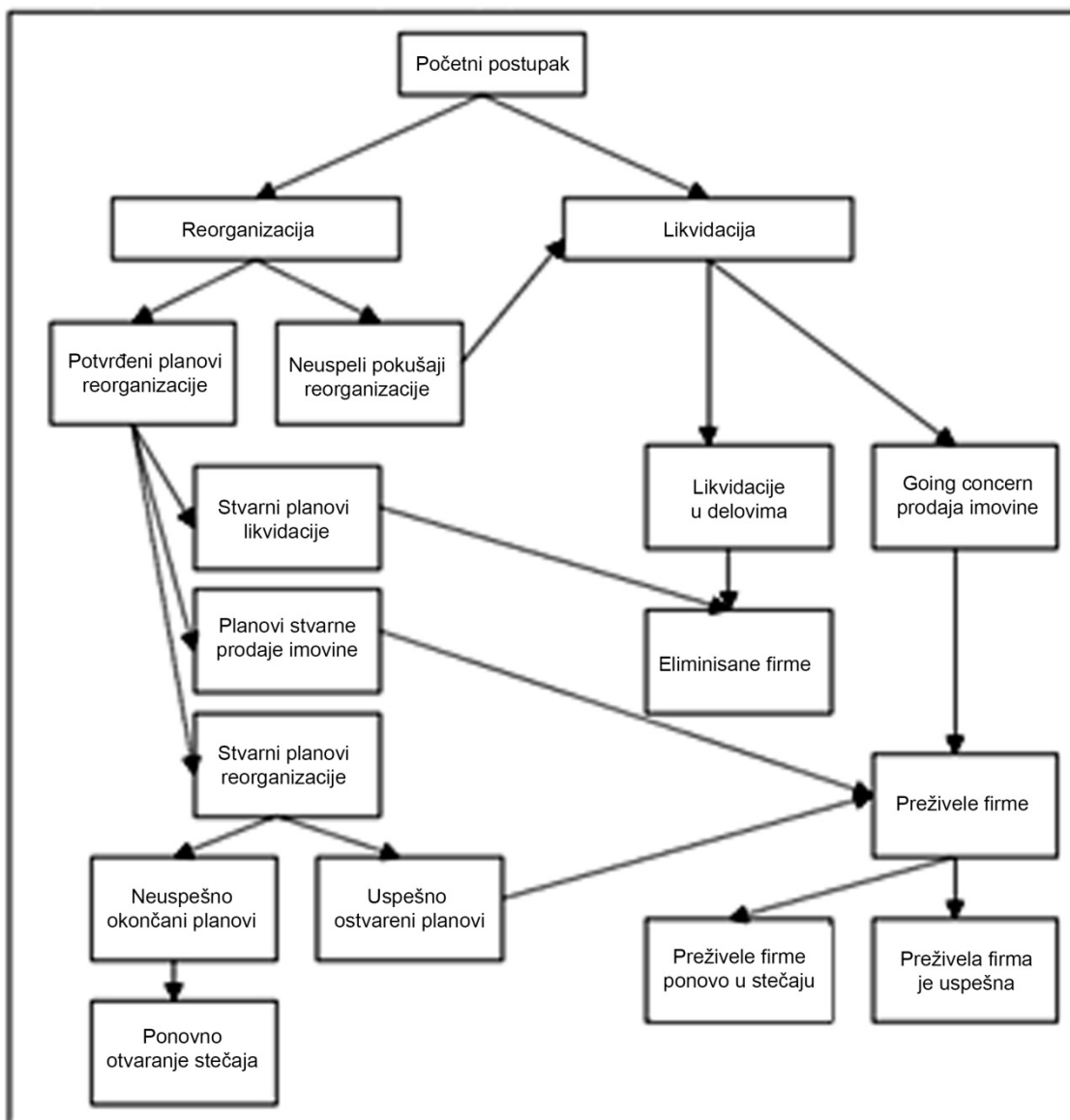
Na ovom mestu treba reći da likvidacija i reorganizacija nisu postupci sa isključivim ishodima: likvidacija ne rezultira uvek gašenjem dužnika, a reorganizacija ne rezultira uvek njegovim spašavanjem. U stečajnim sistemima sa likvidacijom i reorganizacijom kao sastavnim elementima, firmama su otvoreni različiti putevi ozdravljenja i preživljavanja. Slika 1. daje pregled mogućih načina preživljavanja firmi u stečajnim sistemima sa dvojnoustrukom strukturom.

Kada firma ulazi u stečaj ona može izabrati reorganizaciju ili likvidaciju, kao moguće alternative. Na levoj strani šeme prikazani su mogući putevi koje otvara reorganizacija. U stečajnoj reorganizaciji firmama se pruža mogućnost da ponovno ispregovaraju uslove kreditiranja kako bi prilagodili svoje obaveze. Ovaj posao iziskuje određeno vreme, i dok on traje, dužnici su zaštićeni od agresivnih poverilaca, koji traže naplatu potraživanja ili unovčenje obezbeđenja kojima raspolažu. Ako su pregovori uspešni, oni rezultiraju planovima reorganizacije koje potvrđuju sudovi. Potvrđeni planovi mogu da se nametnu kao obavezujući i nesaglasnim poveriocima. Firme dužnici čiji planovi reorganizacije ne nailaze na prihvatanje, po pravilu, završavaju u likvidaciji. Inicijalni postupak u ovom slučaju nije i konačni. U slučajevima kada se planovi reorganizacije usvajaju, moguće su različite alternative. Empirijska istraživanja

pokazuju da planovi reorganizacije u suštini mogu da imaju različiti karakter: mogu da budu prikriveni planovi prodaje imovine, ako učesnici ocene da je prodaja najprobitačniji izbor; mogu da budu planovi *going concern* prodaje imovine dužnika, ako je celina imovine vrednija nego zbir njenih pojedinih delova; i najzad, mogu da budu istinski planovi reorganizacije gde se ranija potraživanja konvertuju u nova, pri čemu dolazi do redefinisanja strukture kapitala dužnika.

Na papiru planovi reorganizacije su spiskovi obećanja. U praksi, međutim, planovi reorganizacije mogu da budu uspešni i neuspešni. Firme koje nisu u mogućnosti da ispunjavaju obaveze preuzete planovima reorganizacije, prinuđene su da ponovno ulaze u stečaj. Preživljavaju samo one firme koje u reorganizaciji budu prodate kao *going concern*, i one koje dosledno izvršavaju obaveze preuzete planovima. Treba skrenuti pažnju, dakako, da firme koje su jednom preživele mogu iznova da se suočavaju sa nevoljama, što implicira ponovno pokretanje stečajnog postupka. Firme čiji prihvaćeni planovi reorganizacije predstavljaju prikrivene likvidacije u delovima, mogu se svrstati u kategoriju eliminisanih firmi. Sinergija koja je postojala kombinovanjem njihove specifične imovine se time gubi.

Na desnoj strani šeme prikazani su putevi koje otvara likvidacija. Ona može da se odvija ili prodajom imovine u delovima ili *going concern* prodajom. U drugom slučaju sinergija koja postoji između sredstava različite vrste se zadržava. Pravni subjektivitet ranije firme u takvoj prodaji po pravilu se gubi, ali njene ekonomske aktivnosti opstaju pod drugom firmom. Tako preživela firma može da bude uspešna ili da se ponovo suoči sa problemima i stečajem.



Slika br.1. Putevi preživljavanja kroz stečaj (izvor: Couwenberg, O. 2001)

2. SAVREMENE TEORIJE STEČAJA

2.1. Prethodne napomene

Fundamentalna teorijska debata o stečaju tiče se njegove svrhe (*rationale*). Baird (1998) smatra da su oko svrhe istraživači podeljeni u dve škole. Jedna je škola ekonomske analize prava (*law and economics*) koja je usredsređena na *ex ante* efikasnost stečajnog postupka. Osnovna svrha stečaja je, stoga, njegova efikasnost, tj.

optimalna alokacija resursa. Bazični teorijski konstrukt ove škole jeste nagodba kreditora (*creditors bargain*). Pripadnike ove škole Baird smatra proceduralistima. Druga škola prevashono je usredsređena na *ex post* raspodelu imovine u stečaju. Svrha stečaja je, stoga, pravična alokacija gubitaka koji su neumitni u stečaju. Zato se ova škola često naziva školom raspodele gubitaka. Pripadnike ove „škole“ Baird naziva tradicionalistima.

Ayer (1994) razlikuje dve linije modernog akademskog izučavanja stečaja, koje se često neprecizno karakterišu kao *ekonomska* i *alternativna*. On smatra da je distinkcija važna, ali da termini nisu izabrani baš najsrećnije. Stvarna distinkcija je između istraživača koji smatraju da se stečajni proces može valjano modelirati i onih koji smatraju da to nije moguća misija. Saglasno tome, pojednostavljajući, istraživače deli na one koji pojašnjavaju („*clarifiers*“) i one koji komplikuju („*complicators*“). Ayer (1994) smatra da su oba nastojanja u mnogočemu doprinela razumevanju stečajne legislative. Pripadnike druge grupe Ayer (1994) ne doživljava kao istraživače koji aktivno pokušavaju da komplikuju stvari, nego kao one koji pružaju otpor pojašnjenju, insistirajući na tome da stečaj kao živa aktivnost ne može da se svede na jednu *metaforu*.

Teorije stečaja specificiraju osnovnu svrhu i brojne funkcije/zadatke koje stečaj treba da obavlja. One takođe ukazuju kako i kojim sredstvima stečaj ostvaruje svoje funkcije. Služe i za ocenu da li to radi valjano. Teorije stečaja su alati koji omogućavaju i razumevanje mesta stečaja u društvu, odgovorima na važna pitanja kao što su: zašto uopšte postoje stečajni sistemi i stečajni postupci?; da li zaista postoji potreba za stečajem?; kako stečajni sistem funkcioniše?; čijim interesima stečajni sistemi povlađuju, a čije narušavaju ili ugrožavaju i kako?

Valjana teorija omogućava i pozitivnu, a i normativnu analizu stečajnih sistema. Prva analizira kakav stečajni sistem jeste. Druga, analizom utvrđuje kakav on treba da bude. Teorijski model je sredsvo za pozitivnu i normativnu analizu stečajnog procesa – šta stvarno čini i šta treba da čini.

Stečaj je istovremeno pravni i ekonomski problem. Pravo kao svoje teorijsko jezgro ima jurisprudenciju. S druge strane, pak, opšta ekonomska teorija sa teorijom poslovnih finansija ima mnogo toga da ponudi u izučavanju stečaja. Kao srećan ishod interakcije dve discipline nastala je ekonomska analiza prava (*economic analysis of law*)

nekad terminološki označena i kao pokret „pravo i ekonomija“ (*law and economics*), koja je danas ključni teorijski pravac u izučavanju stečaja.

Stečaj suštinski menja odnose dužnika sa njegovim kreditorima. U odsustvu stečaja, odnosi između dužnika i njegovih poverilaca uređeni su ugovorima i legislativom obezbeđenja i prinudne naplate. Stečaj prekida individualna prava kreditora i umesto njih nameće kolektivni režim naplate dugova. U stečaju kreditori moraju da deluju u klasama, a ne pojedinačno. Isto tako, dužnik se prema njima odnosi kao prema klasama, a ne prema pojedincima (Skeel, 1993).

Postoje brojne teorije u kojima se ciljevi stečaja ili njegove funkcije posmatraju vrlo različito. U prvoj grupi teorija jedini legitimni cilj stečaja jeste maksimizacija vrednosti dužnika. U drugoj grupi teorija, cilj stečaja je idealna zaštita svih strana koje su pogođene stečajem ili vrednosti koje su vezane za pogođene strane.

2.2. Teorija nagodbe kreditora

Jackson (1986) je model nagodbe kreditora predložio u ranim 1980-tim godinama. Ubrzo su mu se svojim doprinosima na istim teorijskim osnovama pridružili i Scott (1986) i Baird (1986). Teorija je izazvala veliku debatu i ubrzo je postala najuticajnija teorija korporativnog stečaja. Ona je nastala u okrilju ekonomske teorije prava, nove discipline koja integriše pravo i ekonomiju.

Teorija je nastala sa ciljem da sagleda normativnu osnovu stečajne legislative, odnosno da ponudi odgovor na pitanje šta stečajna legislativa treba da bude. Nije tragala za normativim opravdanjem stečajne legislative koja je postojala u praksi. I zbog toga je cilj ili osnovna funkcija stečaja sagledana iz perspektive hipotetičke nagodbe. Ovaj okvir upućuje na zaključak da ako bi neobezbeđeni kreditori bili racionalni i u poziciji da *ex ante* biraju aranžan za slučaj insolventnosti dužnika, oni bi birali onaj koji ograničava individualne akcije izvršenja na imovini dužnika, što zapravo implicira obavezujući i kolektivni postupak u slučaju stečaja.

Razlozi zašto bi kreditori birali obavezujući i kolektivni mehanizam namirenja su ekonomski: kolektivni postupak omogućava maksimizaciju vrednosti koja je raspoloživa za namirenje poverilaca i minimizaciju troškova naplate potraživanja. Detaljnije razmatranje sledi.

2.2.1. Strateški i troškovi administriranja postupka

U odsustvu kooperacije neobezbeđeni kreditori preduzeća pred insolventnošću imaju podsticaje da što pre pokrenu pojedinačne postupke prinudne naplate svojih potraživanja i to pre drugih, jer samo tada su izgledi naplate realni. Jackson (1986) ovu situaciju opisuje kao *common pool* problem. Situacija se opisuje često i kao dilema zatvorenika (*prisoners' dilemma*). Problem se ogleda u tome što i racionalni pojedinci mogu kolektivno donositi suboptimalne odluke, ako te odluke ne koordiniraju međusobno. Prema tome, model *nagodbe kreditora* stečaj opravdava normativno, kao nužan mehanizam za rešenje problema kolektivne akcije sa kojim se suočavaju kreditori dužnika, koji je insolventan ili blizu insolventnosti.

Blizina insolventnosti i obustava plaćanja otvara svojevrsnu *trku* u naplati između neobezbeđenih poverilaca jer je u prinudnom izvršenju dominantni princip – ko prvi do rešenja o izvršenju prvi se namiruje i to u celosti. Ova *trka* implicira pre svega visoke troškove vezane za prinudnu naplatu jer nameće praćenja ne samo stanja dužnika nego i aktivnosti takmaca, koji takođe biraju strategiju što ranijeg zauzimanja pozicije u redu za namirenje. Pored toga *trka* može da uzrokuje i prerano gašenje biznisa dužnika ako ošteti poslovni integritet njegove imovine. Ovi strateški troškovi mogu da se smanje obavezujućim kolektivnim mehanizmom naplate. U njemu bi se svi suzdržali od pojedinačnih akcija i to bi bilo obavezujuće za sve.

Pri tome, u svakom postupku prinudne naplate bi moralo da se sprovede ispitivanje tačnog stanja imovine dužnika i prirode i stepena obezbeđenja na toj imovini. Svega jedan popis imovine dužnika i jedan postupak utvrđivanja razlučnih i stečajnih potraživanja su dovoljni u kolektivnom mehanizmu namirenja. Sve to skraćuje i pojeftinjuje postupak na korist svih kreditora.

2.2.2. Očuvanje poslovnog integriteta dužnika

Kolektivni mehanizam je važan i zbog toga što doprinosi očuvanju vrednosti dužnika. U mnogim slučajevima vrednost imovine dužnika je veća ako se očuva kao celina; bilo da se prodaje kao *going concern* ili se preduzeće reorganizuje. U prinudnom izvršenju svaki poverilac bi težio da se naplati iz raspoložive imovine, koja može da

bude i od esencijalnog značaja za poslovanje, što bi isključilo kasniju *going concern* prodaju i reorganizaciju.

Zbog svega navedenog kreditori – kada bi bili u poziciji da ispregovaraju aranžman namirenja unapred (*ex ante*), birali bi prinudni kolektivni mehanizam u kome bi kao grupa mogli da se ponašaju baš kao što bi se ponašao jedan jedini vlasnik te imovine (koji nije pogođen problemom kolektivne akcije) koji je u poziciji da realizuje njenu maksimalnu vrednost; bilo da to podrazumeva likvidaciju, *going concern* prodaju ili reorganizaciju.

2.2.3. Mesto reorganizacije i obezbeđenih kreditora

Saglasno teoriji *nagodbe kreditora* stečajna reorganizacija je ravnopravna alternativa likvidaciji. Tržište imovine u stečaju nije uvek likvidno. Nekad ni *going concern* prodaja dužnika kupcima sa strane ne može da obezbedi cene koje su na nivou na kojem postojeći poverioci i nosioci interesa u firmi vrednuju tu imovinu. To može da bude rezultat toga da nema dovoljno eksternih kupaca koji su adekvatno informisani o pravom stanju imovine koja se prodaje ili o izgledima biznisa koji se na njoj zasniva. Nekad je i obaveštavanje potencijalnih kupaca skupo. U takvim situacijama reorganizacija je potrebna da bi poverioci i vlasnici mogli da realizuju najveću vrednost stečajne mase.

Glavna razlika između reorganizacije i likvidacije, kao što je već napomenuto, nije očuvanje imovine dužnika kao celine. Imovina se kao celina čuva i prilikom *going concern* prodaja u likvidacijama. Ključna distinkcija između reorganizacije i likvidacije jeste subjektivitet kupca: treće lice ili postojeći poverioci i vlasnici dužnika. Prema tome, u teoriji nagodbe kreditora stečajna reorganizacija postoji samo da bi mogla da se ostvari glavna funkcija stečaja – maksimizacija vrednosti dužnika.

U poređenju sa neobezbeđenim, obezbeđeni kreditori nemaju koristi od smanjenja strateških troškova, od očuvanja vrednosti imovine dužnika kao celine u kolektivnom postupku. Za njih ni administrativne uštede nisu relevantne, jer su oni obezbeđenje i sve detalje oko njene realizacije završili ranije, a eventualne troškove su zasigurno prevalili na dužnika. Međutim, ako obezbeđeni kreditor izvlači kolateral iz stečajne mase, *going concern* vrednost koja proizilazi iz agregatne imovine dužnika ne

može da se očuva. To znači da bi prednosti kolektivnog postupka bile smanjene ili izgubljene. Međutim, ako kolektivni postupak, ni u čemu ne pogoršava poziciju obezbeđenih poverilaca, oni nemaju razloga da odbiju učešće u njemu.

Uvažavajući izložene argumente nameće se zaključak da bi se poverioci saglasili *ex ante* da zamenjuju individualni mehanizam prinudne naplate sa obaveznim kolektivnim mehanizmom namirenja, jer smanjuje troškove naplate i maksimizira vrednost imovine dužnika. Ipak, takva nagodba u praksi ne postoji; ona je samo teorijski konstrukt. I kad bi se organizovala nije sigurno da li bi njeni ishodi bili kao što teorija predviđa, upravo zbog restriktivnih pretpostavki teorijskog modela. Međutim, to ne mora biti važno pošto se obavezujući kolektivni mehanizam namirenja propiše u stečajnom zakonodavstvu. Jednom rečju, stečajno zakonodavstvo postoji kao sistem koji je sličan nagodbi kojom bi racionalni kreditori između sebe rešili pitanje kolektivnog namirenja u slučaju insolventnosti dužnika, kad bi bili u poziciji da o tome odluče iz *ex ante* perspektive. Stečajna reorganizacija postoji da bi mogao da se ostvari cilj maksimizacije vrednosti dužnika.

2.2.4. Promena pravila i odnos prema neinvestitorima

Teorija *nagodbe kreditora* nudi specifične odgovore i na mnoga druga pitanja. Jedno jeste da li stečajno zakonodavstvo treba da uvažava zakonodavstvo koje se odnosi na prinudnu naplatu potraživanja. Ova teorija postulira da i u slučajevima kada ovo zakonodavstvo generiše suštinski neefikasne i nepravedne ishode, pa čak i kad bi promena njegovih pravila u stečaju rezultirala unapređenjem efikasnosti, to ne bi bilo manje prihvatljivo iz brojnih razloga. Prvi, pošto pravilo koje se menja nije stečajno pravilo, njegova promena u stečaju bi izbrisala jasnu distinkciju između stečajne i nestečajne legislative, i time prikrla jedinstvenu funkciju stečaja. Drugi, promena pravila samo u stečajnom kontekstu bi implicirala preraspodelu bogatstva ili stvaranje ovlašćenja u stečaju koja su bitno različita od onih koja postoje van stečaja, što bi imalo nepoželjan efekat – a to je efekat kupovine foruma (*forum shopping*). Strane koje bi imale koristi od posebnog/različitog stečajnog pravila bi pokušale da koriste stečajni proces za vlastitu korist, iako bi to bilo suprotno interesima svih poverilaca i vlasnika kao celine. Strane čije bi interese stečaj pogađao bi sprečile njegovo pokretanje, čak

iako je njegovo pokretanje u interesu svih drugih aktera. Prema tome, ova teorija izričito isključuje preraspodelu iz domena stečaja.

Drugačije rečeno, stečaj ne bi smeo da menja ni u čemu ranija ugovorena prava kreditora. U suprotnom otvorila bi se mogućnost da kreditori imaju više mogućnosti prinudne naplate i da biraju, zavisno od okolnosti, onaj koji je za njih u datom trenutku pogodniji (*forum shopping*), bez obzira na njegovu efikasnost. Pored toga, ako alternative nisu predvidive ni obezbeđeni kreditori ne bi imali podsticaje da učestvuju u efikasnim aranžmanima. Prema tome, suptancijalna pravila u stečaju treba da budu takva da generišu stečajna prava aktera koja su verna slika ugovorenim pravima pre stečaja.

Teorija nagodbe kreditora nudi i decidan odgovor na pitane da li stečajni zakon treba da preuzme odgovornost zaštite interesa ne-investitora, odnosno strana koje stečaj pogađa, ali nemaju legalna potraživanja prema dužniku. Svaki put kad se resursi preusmeravaju iz jedne upotrebe u drugu ili iz jednog mesta na drugo, mogući su eksterni efekti – pozitivni ili negativni. To nije dovoljan razlog da se negativni eksterni efekti realokacije resursa uključe u stečajni proces. Ako u takvim slučajevima nečiji interesi trebaju da se zaštite, to treba učiniti u primerenom segmentu legalnog sistema da bi se tako obezbedila jednaka i izvesna zaštita. Specijalna zaštita neinvestitora u stečaju izaziva preraspodelu, koja takođe otvara problem kupovine foruma.

2.2.5. Kritičko preispitivanje modela

Model *nagodbe kreditora* je ubrzo stekao kanonski status, i zbog toga je bio predmet stalnog kritičkog preispitivanja. Inicijalno dovođenje u pitanje je bilo na osnovu onoga što je vidljivo u praksi; stvarni stečajni postupci u mnogim aspektima se razlikuju od idealnog modela *nagodbe kreditora*. Umesto da čuvaju prava kreditora stečena ranijim ugovorima (sa izuzetkom prava o obezbeđenju kreditora na hitno namirenje) stečaj u praksi vrlo često, na štetu prioriteta kreditora višeg senioriteta, favorizuje kreditore nižeg prioriteta i samog dužnika. Dakle, u praksi vrlo često dolazi do narušavanja pravila apsolutnog prioriteta. To se najčešće dešava prilikom planova reorganizacije, jer je njihovo usvajanje moguće samo ako ga usvajaju sve klase poverilaca. Međutim, obezbeđenje odobrenja od svih klasa podrazumeva često da poverioci višeg senioriteta moraju da odustaju od punog namirenja, a da pri tome veliki

deo stečajnog kolača zadržavaju raniji vlasnici. Štaviše, obezbeđeni kreditor nema pravo na kamatu posle otvaranja stečaja, sem ako nije preobezbeđen.

Ako se deoba rizika, implicirana u preinačenju ugovorenih prava, posmatra kao jedan oblik osiguranja, ona bi mogla da se pomiri sa modelom nagodbe kreditora. Saglasno tome, Scott (1986) je predložio objašnjenje stečaja kao zajedničke katastrofe/nevolje (*common disaster*). Jackson i Scott (1996) su istakli da ako su mnogi dužnici (i kreditori niskog senioriteta) neskloni riziku, dužnici su spremni da plate veće kamate za sigurnost da će obezbeđeni kreditori doprinositi reorganizaciji. Kao i u originalnoj verziji modela, stečaj može da se posmatra kao mehanizam koji sprovodi u život dogovor o deobi rizika, do koga bi strane došle *ex ante* u odsustvu prohibitivnih troškova koordinacije. Jackson i Scott (1996), međutim, priznaju da deoba rizika koja se odvija u postojećim stečajnim postupcima nije primerena izloženom cilju osiguranja. Adler (1992) ističe, štaviše, da izgledi deobe rizika uvode distorzije u podsticaje menadžera pre stečaja.

2.3. Teorija stečajne politike

2.3.1. Vrednosti koje se čuvaju u stečaju

Poslovni neuspesi se odražavaju negativno na interese brojnih aktera. Međutim, stečaj štiti interese samo jedne uske grupe aktera, a to su kreditori. Zbog toga se oduvek govorilo o potrebi proširenja zaštite koju stečaj obezbeđuje i na neinvestitore. To je vrlo široka skupina aktera koja obuhvata: radnike, dobavljače, kupce, nevoljne kreditore, pa čak i lokalne zajednice. Takvim proširenjem fokusa stečajni proces poprima i redistributivna svojstva.

Kao odgovor na teoriju nagodbe kreditora Warren (1987) je predložila alternativnu teoriju koja se u literaturi naziva teorija stečajne politike (*bankruptcy policy*) ili raspodele gubitaka u stečaju. Ovom teorijom ona ukazuje na ograničenu ekplanatornu moć ekonomske analize prava u oblasti stečaja.

Brojni drugi istraživači, koji nisu pobornici ugovorne prirode modela nagodbe kreditora, posmatraju odstupanje od ranije ugovorenih prava u stečaju kao dokaz da je

pristup manjkav. Po njihovom shvatanju, stečaj treba da zaista sprovodi u život značajne društvene vrednosti koje nisu vidljive u okvirima nagodbe kreditora.

Pobornike ovog teorijskog pristupa Baird (1998) smatra tradicionalistima. Za tradicionaliste spašavanje firme ima posebnu vrednost. Spor koji firma ima sa svojim poveriocima obezbeđuje sudu priliku da reši i brojne druge njene probleme. Za tradicionaliste paradigmatična jeste velika, nejavna kompanija u malom gradu. Ako se firma zatvara, radnici gube svoja radna mesta, dobavljači gube svog glavnog kupca, a privreda celog grada dospeva u nevolje. Ovi eksterni efekti opravdavaju stečajni sistem koji sprečava kreditore da povuku poteze koji uništavaju takvu firmu, sledeći pri tome samo svoje interese. Sasvim sigurno, tržišne signale ne treba zauvek ignorisati, ali stečajni sistem može obezbediti predah i manevaski prostor za suočavanje sa okrutnošću tržišta kao i drugu šansu firmama, njihovim radnicima i zajednici gde one posluju.

Warren (1987) ukazuje da teorija nagodbe kreditora nudi samo jedno usko tumačenje stečajnog zakonodavstva i da zbog toga ne omogućava realističnu ocenu stečajnih sistema. Ona smatra da je povećanje vrednosti važan cilj stečajnog zakona, ali ne i jedini. Zbog toga je svojom teorijom najavila sveobuhvatnu elaboraciju različitih i konkurentnih ciljeva koji preovladavaju u stečaju, a koja može da bude od koristi legislativi, kao i prilikom donošenja sudskih odluka.

Warren (1987) smatra stečaj mehanizmom naplate dugova i raspodele bogatstva između učesnika stečaja, a koji je usredsređen i na šire efekte poslovnih promašaja, kao i na zaštitu vrednosti ugroženih u kontekstu poslovnog neuspeha. Warren (1987) takođe vidi stečaj i kao pokušaj suočavanja sa nemogućnošću otplate obaveza dužnika prema mnoštvu poverilaca i raspodele konsekvenci takve situacije između različitih učesnika. Stečaj u ovoj raspodeli se oslanja na nekoliko konkurentnih, a nekada i konfliktnih vrednosti. Pri tome nijedna vrednost nije dominantna, tako da je stečajna politika kompozit faktora koji nude bolji odgovor na pitanje – kako da se raspodele gubici.

Warren (1987) nabraja i neke od vrednosti koje su pogođene u poslovnim neuspesima poput: zaštite potraživanja za neisplaćene plate; zaštite mogućnosti zapošljavanja radnika; mogućnosti preživljavanja posrnulog biznisa. Ova lista je samo preliminarna i svaki primer može da se objasni sa nekoliko razloga preraspodele.

2.3.2. Širi spektar ciljeva stečaja – preraspodela

U pokušaju da približi okvire svoje teorije Warren (1993) je eksplicitno navela četiri glavna cilja stečajnog zakonodavstva. Prvi jeste da omogući značajno povećanje vrednosti dužnika, tako da se sve strane u stečaju namiruju više nego u svim alternativnim sistemima namirenja. Drugi je raspodela stečajne mase u skladu sa promišljenom šemom, tako da se obezbeđuje zaštita brojnim učesnicima koji to zaslužuju, a koji bi inače dobili malo. Treći, da primora učesnike koji su poslovali sa dužnikom da snose teret svojih gubitaka, bez njihovog prevaljivanja na druge. I, četvrti, da uspostavlja mehanizam koji može stečajni sistem da aktivira u pravom trenutku.

U okvirima teorije stečajne politike stečajno zakonodavstvo može preinačiti pre-stečajna prava involviranih strana, a to znači da u stečaju može da se vrši preraspodela. Ona je dozvoljena jer stečajno i ne-stečajno zakonodavstvo tretiraju dve različite vrste nemogućnosti otplate kredita. Stečajni zakon obezbeđuje mehanizam naplate dugova koji funkcioniše u jedinstvenom kontekstu. Warren pravi jasnu razliku između dve vrste nemogućnosti otplate dugova. Prva vrsta jeste kada se obustava plaćanja manifestuje samo prema jednom kreditoru, koji sam brine o namirenju, dok preostali kreditori (možda samo privremeno) nisu zabrinuti za izgled naplate svojih kredita. U drugom slučaju dužnik je obustavio plaćanje prema svim poveriocima posle kolapsa, što implicira vrlo male izgled naplate za sve kreditore. Dok zakonodavstvo prinudne naplate pruža mehanizam naplate za prvi oblik obustave plaćanja ili ograničenu obustavu plaćanja, stečaj obezbeđuje kolektivni mehanizam naplate za slučaj opšte obustave plaćanja.

Warren nabraja i niz razloga za preraspodelu u stečaju, kao što su: favorizovanje kreditora čija je sposobnost snošenja troškova obustave plaćanja slaba; sprečavanje pred-stečajnih transakcija zasnovanih na pervertiranim podsticajima; tretman sličnih kreditora na sličan način; primoravanje vlasnika da snose troškove poslovnih promašaja; podrška dužniku da preživi. Međutim, distributivni razlozi mogu da budu u međusobnom konfliktu i vrlo je teško ili čak nemoguće dati konzistentan odgovor na pitanja kako realocirati resurse i kako razrešiti konflikt između različitih ciljeva preraspodele. Warren je naglasila da iako su identifikovani razlozi raspodele u stečaju,

još uvek postoji potreba da se istražuju detaljne politike ili normativne osnove optimalne šeme raspodele u stečaju.

U teoriji stečajne politike zaštita ne-investitora predstavlja element preraspodele bogatstva u stečaju, pošto podrazumeva pokušaj suočavanja sa opštom obustavom plaćanja dužnika i raspodele konsekvenci takvog stanja između aktera. U ovoj raspodeli stečaj implicira nekoliko konkurentnih, a nekad i konfliktnih ciljeva. Warren naglašava da stečajna politika treba da uzme u obzir distributivni uticaj poslovnih neuspeha i na aktere koji nemaju formalna potraživanja prema dužniku, strane koji nisu kreditori. Drugim rečima, stečajna politika treba da ide dalje od puke debate o alokativnoj efikasnosti. Redistributivni ciljevi stečaja su, međutim, dovoljno značajni da opravdaju i neznatne neefikasnosti.

Warren (1987, 1993) je jedna od čestih i uticajnih učesnika u raspravama oko efikasnosti stečajne reorganizacije. Ona je uređena u Poglavlja 11 Stečajnog zakona SAD (*Bankruptcy Code*). I ona mu nalazi brojne mane – kako teorijskim tako i empirijskim istraživanjem. Međutim, smatra da čak i njegove negativne konsekvence po investitore ne dovode u pitanje njegovu korisnost. Posebno ako su drugi stejkholderi dobili više nego što su investitori izgubili.

Whitford (1994) je, takođe, jedan od autora koji piše u ovim teorijskim okvirima. On ne dovodi u pitanje standardnu pretpostavku da alokativna efikasnost treba da bude centralni interes (Poglavlja 11), bar za velika preduzeća. Međutim, Whitford (1994) veruje da se ovaj cilj postiže na različite načine u različitim okolnostima. I naglašava, dalje, da mnoge vrednosti, koje Warren identifikuje kao ciljeve Poglavlja 11, predstavljaju samo pretpostavke alokativne efikasnosti u posebnim okolnostima. On je saglasan i sa tezom da stečaj u praksi obavlja mnoštvo vrlo različitih funkcija.

Whitford (1994) ističe da je stečaj, pored osnovne funkcije naplate kredita (*credit collection*) preuzeo i mnoge druge funkcije, koje danas skoro više niko ne osporava. Funkciju zaštite nosilaca odštetnih zahteva u postupcima sa velikim brojem zahteva. U reorganizacijama koje su koncipirane samo za ovu svrhu dodatna korist jeste što se spašavaju i dužnici koji nastavljaju svoje poslovanje. Dalje, funkciju zaštite dužnika od nepovoljnih dugoročnih ugovora – o radu, zakupu, ili nepredvidljivih obaveza – sudske presude. I u reorganizacijama koncipiranim za ove svrhe preživljava

dužnik; raskidom takvih ugovora dužniku se obezbeđuju konkurentni uslovi koji su neophodni za preživljavanje u tržišnim uslovima.

Korobkin (1992) je predložio normativni okvir za stečajnu legislativu zasnovan na hipotetičkoj nagodbi između predstavnika svih grupa čije interese pogađa finansijska nevolja. U ovom modelu svi pregovarači znaju da mogu da budu pogođeni finansijskom nevoljom, ali ne znaju svoju poziciju – da li će biti dužnici, kreditori, zaposlenici dužnika ili članovi lokalne zajednice u kojoj dužnik posluje. Kao i u Rols-ovom modelu, pregovarači deluju iza zastora ignorancije. Korobkin sugerise da ova hipotetička grupa teži da zaštiti one koje insolventnost dovodi u najranjiviju situaciju i dolazi do konstrukta koji aproksimira glavna obeležja postojećeg stečajnog zakonodavstva u SAD.

2.3.3. Stečaj kao ekonomska mreža sigurnosti

Bufford (1994) ukazuje da stečajna reorganizacija obavljala i vrlo važnu funkciju ekonomske mreže sigurnosti koja je sprečila potpuno urušavanje privrede. Na ovu funkciju se često zaboravlja, ali iznova postaje aktuelna čim nastupe velike krize, kao što je bio slučaj sa najnovijom 2008. godine.

Bufford (1994) primećuje da je stečajna reorganizacija, od kad je uvedena, imala važnu ulogu. Sprečila je obezbeđene kreditore da zaplenom imovine pokrenu opadajuću spiralu cena nekretnina i propasti banaka, koja bi se širila na celu privredu, što se skoro i desilo 1933. godine. Mnoga pitanja vezana za Veliku Depresiju nisu nalazila odgovarajuće odgovore na početku 1933. godine. Međutim, Kongres je razumeo bar deo te velike nesreće. Uvideo je da banke zaplenom imovine u propaloj privredi, same sebe vode u propast, pri čemu bi sa sobom povukle i štedne depozite stanovništva, jer od niskih cena nekretnina ne bi mogle servisirati povlačenje depozita i odobravanje novih kredita. Izgledalo je da bi prepuštanje banaka njihovim pravima iz ugovora o kreditima, regulisanim na nivou država, ugasilo celu privredu, a ogroman broj radnika ostavilo bez posla. I zaista, ističe Bufford (1994), Kongres je uvideo potrebu za zakonom koji bi zaustavio ovaj proces. To je legislativa koja je uvela reorganizacije u oblasti stečaja; automatskom obustavom izvršenja sprečila je zaplenu imovine na koju su banke imale obezbeđenja. I tako, 1933. Amandmanima na Stečajni zakon uvedena je mogućnost

reorganizacije dugova za farmere, železnicu i pojedince. Naredne 1934. godine, doneta su dva nova amandmana koja su se odnosila na preduzeća i lokalne zajednice.

Kako Bufford (1994) konstatuje, osnovno obeležje stečajne reorganizacije je bilo to što je predstavljala ekonomsku sigurnosnu mrežu (*economic safety net*) i to joj je dalo karakter moćne ideje. Stečajna reorganizacija je zaštitila vitalne delatnosti, zaposlenost i zajednicu, dala je dužnicima priliku da dočekaju uzlaznu fazu ciklusa i doprinela izbegavanju destrukcije ekonomske vrednosti katastrofičnih razmera. Drugim rečima, stečajna reorganizacija je bila deo mreže socijalne sigurnosti koja je sprečila obezbeđene kreditore u slaboj ekonomiji da učestvuju u razarajućoj/opadajućoj spirali koja bi vodila u totalni ekonomski kolaps.

3. KONCEPT EFIKASNOSTI U KONTEKSTU INSOLVENTNOSTI

Dominantna škola u oblasti stečaja je ekonomska analiza prava (*economic analysis of law*) i zbog toga je uputno usredsrediti se na njen osnovni normativni kriterijum – efikasnost. Međutim, među autorima ekonomske analize prava ne postoji saglasnost oko definicije efikasnosti. Zapravo, u relevantnoj literaturi najčešće se izdvajaju tri definicije: Kaldor-Hicks princip, Pareto princip i Posnerov princip maksimizacije bogatstva. Kaldor-Hicks princip i Pareto princip su definicije efikasnosti koje se koriste u ekonomici blagostanja koja je usredsređena na korisnost. Posner smatra da je cilj zakona/prava da unapredi ukupno bogatstvo, a ne dobrobit/blagostanje ili korisnost.

U nastavku se najpre predstavljaju dva utilitaristička kriterijuma efikasnosti: Pareto i Kaldor-Hicks. Potom se prezentuje koncept maksimizacije bogatstva i jedan novi kriterijum efikasnosti koji je adaptiran za kontekst insolventnosti.

3.1. Pareto efikasnost

Osnovni pojam u analizi efikasnosti – Pareto efikasnost, je inicijalno uveden da bi rešio problem interpersonalne uporedivosti u klasičnom utilitarizmu. Postoje dva relevantna Pareto kriterijuma: Pareto superiornost i Pareto optimalnost.

Kriterijum Pareto superiornosti rangira društvena stanja saglasno sledećim uslovima: jedno društveno stanje S_1 je Pareto superiorno u odnosu na S ako niko nije u lošijoj poziciji u S_1 u odnosu na S , a bar neko/jedan pojedinac je u boljoj poziciji u S_1 nego u S . Da li je pojedinac u boljoj poziciji u jednom ili drugom društvenom stanju zavisi od njegove relativne dobrobiti, a svaki pojedinac po definiciji je isključivi sudija svoje relativne dobrobiti.

Pareto superiornost se često definiše i alternativno. Stanje S_1 je Pareto superiorno u odnosu na S , ako niko ne preferira S u odnosu na S_1 , a bar neko preferira S_1 u odnosu na S . Pošto niko nije u lošijoj poziciji, u Pareto poboljšanjima, nema gubitaka koji bi se oduzeli od dobitaka onih koji su dospeli u bolju poziciju. Sa druge strane, pošto je bar jedan pojedinac u boljoj poziciji, a to znači da doživljava veću korisnost u S_1 nego u S , a niko nije u lošijoj poziciji, može se zaključiti da postoji neto dobitak ukupne korisnosti. Vidljivo je da kriterijum Pareto superiornosti izbegava problem interpersonalne uporedivosti korisnosti koji je karakterističan za klasični utilitarizam. Kriterijum implicira samo intrapersonalno poređenje korisnosti – ono koje vrše pojedinci kada upoređuju svoju korisnost u različitim stanjima.

Na ovom mestu se može uvesti i koncept Pareto optimalnosti koji ima sasvim drugačije značenje. Stanje S^0 je Pareto optimalno ako ne postoji stanje S koje je Pareto superiorno u odnosu na S^0 . Pareto optimalno stanje nema Pareto superiorno stanje u odnosu na sebe. Kada su resursi alocirani na Pareto optimalan način ne postoji mogućnost da se neko dovede u bolju poziciju (učini bogatijim), a da se pri tome neko drugi ne dovede u lošiju poziciju ili učini siromašnijim. Pareto optimalna stanja su eventualni ishodi sekvence Pareto superiornih promena, ili ishodi kombinacija Pareto superiornih i inferiornih promena. U međusobnom odnosu Pareto optimalna stanja su Pareto inkopatibilna, što znači da se ne mogu uporediti kriterijumom Pareto superiornosti.

Kriterijum Pareto superiornosti je limitiran na vrlo prizeman način. On omogućava rangiranje društvenih stanja, a time i evaluaciju politika, normi, regulacija samo u slučajevima kada nema gubitnika. Politike mogu izbegavati gubitnike na dva načina – neposredno i naknadnim kompenzacijama. Ako dva učesnika na tržištu zaključuju transakciju koja obojici poboljšava poziciju, kriterijum Pareto superiornosti je zadovoljen neposredno ili na *ex ante* način. Bilateralne ili čak multilateralne

transakcije, međutim, suštinski se razlikuju od politika i pravnih normi jer ove druge pogađaju mnoštvo aktera, među kojima interesi mnogih mogu biti nevoljno ugroženi. Zbog toga su *ex post* kompenzacije često ključni korak u sprovođenju Pareto poboljšanja.

Standard Pareto superiornosti je primenljiv samo u situacijama u kojima nema gubitnika. Međutim, kao što nam je poznato, sve politike i legalna pravila (skoro bez izuzetaka) impliciraju i dobitnike i gubitnike. Pareto test je stoga od male koristi u evaluaciji aktivnosti koje su od interesa teoretičarima iz oblasti društvenih, političkih i pravnih nauka.

Ma koliko privlačan, koncept Pareto efikasnosti nije od velike praktične koristi. Retko koja transakcija u realnom svetu zadovoljava uslov Pareto superiornosti. U najmanju ruku, transakcija menja postojeći obrazac tražnje za resursima koji se razmenjuju time što se nečija tražnja njome zadovoljava. Transakcija tako utiče na cene resursa koji su involvirani, smanjujući cene identičnih proizvoda i njihovih supstituta, što prouzrokuje štetu proizvođačima takvih proizvoda.

Na ovom mestu neophodna je jedna digresija. Pareto efikasnost se sagledava u dva konteksta. Jedan je kontekst individualnih transakcija na tržištu koje se obavljaju slobodnom voljom aktera. Svaka takva transakcija može da se smatra Pareto superiornim rešenjem jer do nje ne bi ni došlo, da obe strane nisu na dobitku. U ovom kontekstu može se govoriti o Pareto superiornim pravnim normama. Takvu normu predstavlja prinudno sprovođenje privatnih transakcija. Da bi se privatna transakcija obavila, obe strane po pretpostavci percipiraju vrednijim ono što dobijaju u odnosu na ono što daju. U poređenju sa stanjem pre transakcije, obe strane su posle transakcije na dobitku. Prema tome, norma prinudnog izvršenja privatnih transakcija je Pareto superiorna/efikasna.

Postoji, međutim, i drugi kontekst, koji nema individualni karakter, što znači da akteri u njemu ne uspostavljaju odnose dobrovoljno, gledajući pri tome vlastite interese. U ovom kontekstu odnosi su posredovani politikama, normama, regulacijama i sl. To znači da su ovi odnosi akterima nametnuti. Prilikom sagledavanja efikasnosti u ovim okolnostima Pareto kriterijum efikasnosti ima sasvim drugo značenje. U ovom kontekstu opšte je pravilo da svaka intervencija – legislativom koja je krajnja forma svih drugih intervencija – neminovno generiše mnoštvo dobitnika i mnoštvo gubitnika.

Takve implikacije ima i stečajna legislativa. Stoga, pošto praktično Pareto superiorne transakcije i nije moguće sprovesti, proizlazi da je svako stanje stvari Pareto optimalno. Ono što postoji zapravo je Pareto optimalno. Posledično, mala je moć usmeravanja odluka u realnim uslovima kriterijumima koji praktično isključuju svaku transakciju, a istovremeno opravdavaju svaku alokaciju resursa. Drugim rečima, uslovi Pareto efikasnosti skoro nikad nisu zadovoljeni u realnim okolnostima. I zbog toga operativna definicija efikasnosti u praktičnoj ekonomiji i ne može da bude Pareto superiornost.

3.2. Kaldor-Hicksov kriterijum efikasnosti

Da bi se otklonio problem i proširila upotreba Pareto rangiranja uveden je Kaldor-Hicks test, zasnovan na mogućnosti kompenzacije. Stanje S_1 je Kaldor-Hicks efikasno u odnosu na S , ako u prelazu iz S u S_1 dobitnici mogu kompenzirati gubitnike, tako da nijedan pojedinac ne bude u lošijoj poziciji u poređenju sa prethodnom, a da, bar jedan pojedinac bude u boljoj poziciji nego što je bio ranije.

Alternativna formulacija jeste da je S_1 stanje Kaldor-Hicks efikasno (ili superiorno) u odnosu na S , pod uslovom da – pri izvršenim kompenzacijama – niko neće preferirati S u odnosu na S_1 , a bar jedan pojedinac će preferirati S_1 u odnosu na S . Prema tome, Kaldor-Hicks kriterijum omogućava evaluaciju politika koje impliciraju i dobitnike i gubitnike. Razlika između Pareto superiornosti i Kaldor-Hicks efikasnosti se ogleda samo u razlici između stvarne i hipotetičke kompenzacije. Ako se gubitnici stvarno kompenziraju, Kaldor-Hicks efikasna promena će postati i Pareto superiorna. Zbog toga Kaldor-Hicks kriterijum se često naziva i potencijalnim Pareto superiornim testom.

S tim u vezi, nameće se pitanje: ako kompenzacija može da se isplati, zašto se to i ne učini? Uglavnom postoje dva razloga zašto se gubitnici prilikom intervencija politika i ustanovljavanja pravnih normi ne kompenziraju. Prvi razlog je taj što neki gubitnici i ne zaslužuju kompenzacije. Na primer, to može biti slučaj ako se sprovodi politika gašenja neefikasnih monopola. Drugim rečima, nema smisla kompenzirati gubitke akterima zbog toga što na tržištu više ne mogu da se ponašaju monopolistički. Drugi razlog vezan je za troškove, vrlo često izrazito je skupo kompenzirati gubitnike. Kompenzacija je transakcija koja implicira određene troškove (transakcioni troškovi)

koji uključuju troškove identifikacije gubitnika, procene njihovih gubitaka, troškove usaglašavanja visine gubitaka, itd. Moguće je da veličina ovih troškova prevaziđe neto dobitak, što dovodi u pitanje efikasnost mnogih reformskih mera, politika, normi. Generalno, kada se primenjuje Kaldor-Hicks kriterijum, uslov hipotetičke kompenzacije se sagledava pod pretpostavkom da se ona može obaviti bez transakcionih troškova. Stvarne kompenzacije, međutim, prate i značajni transakcioni troškovi i to je upravo razlog zašto se ne isplaćuju.

Pravo pitanje koje se nameće jeste kako izračunati gubitke onih koji su pretrpeli štetu zbog transakcije/politike/norme/. Jedina valjana mera gubitka jeste percepcija konkretnog gubitka od strane onoga koji gubi. Posledično, transakcija bi bila efikasna pod uslovom da strana koja je na gubitku bude u celosti kompenzirana po vlastitoj oceni gubitka, a da pri tome još uvek preostane deo od kojeg ima korist strana koja je zbog transakcije na dobitku. Ovaj preostali deo često se naziva K-H višak (engl. *K-H surplus*). Međutim, ovaj pristup implicira mogućnost da svaki učesnik, koji je oštećen transakcijom zbog transfera imovine ili ovlašćenja, vrednuje svoj gubitak tako visoko da može da ugrozi efikasnost transakcije. Što je veća šteta koju transakcija izaziva, veća je i kompenzacija neophodna za obeštećenje gubitnika, a to može da dovode u pitanje postojanje K-H viška.

Kada se koncept primenjuje na realan kontekst opet se dolazi do zaključka da stvarne transakcije najčešće involviraju bezbroj učesnika. To je još izraženije kada se Kaldor-Hicks kriterijumom evaluira efikasnost politika, pravila i normi koje regulišu mnoštvo transakcija. I u ovim slučajevima sasvim je moguće da neko od gubitnika svojim merilima tako visoko vrednuje gubitak da dovodi u pitanje postojanje K-H viška. Iz toga se može izvući zaključak da ni Kaldor-Hicksov kriterijum nije od mnogo veće koristi u samoj praksi.

Alternativna primena kriterijuma kojom gubitke ne ocenjuju sami gubitnici, po svojim merilima, otvara značajno pitanje jednakosti učesnika u transakcijama. Takav Kaldor-Hicks kriterijum može podržati/opravnati politiku, pravilo ili normu koja većoj grupi obezbeđuje korisnost na štetu manje grupe koja trpi gubitke. Proizlazi da se gubitnici koriste kao sredstvo u ostvarenju ciljeva drugih. Štaviše, takav kriterijum bi opravdao i veći gubitak pojedinih učesnika transakcija, ako je grupa dobitnika veća. Problem nastaje zbog toga što Kaldor-Hicks kriterijum efikasnosti ne implicira stvarnu

kompenzaciju. Međutim, to se smatra neprihvatljivim sa stanovišta moralnih načela i bazičnih principa koji su neizbežni u politikama i legislativama. Mokal (2005) posebno apostrofira negiranje principa jednakosti u legislativi insolventnosti.

3.3. Zajednička obeležja Pareto i Kaldor-Hicks kriterijuma efikasnosti

U literaturi se često ukazuje i na jedan zajednički problem vezan za Pareto i Kaldor-Hicks kriterijum efikasnosti. U oba koncepta procena efikasnosti transfera zavisi od toga da li dobitnik može da kompenzira gubitnike, a da i posle toga bude na dobitku. Međutim, sposobnost kompenzacije između ostalog zavisi od prethodne raspodele resursa. Jednostavno rečeno, oni koji raspolažu sa više resursa mogu da ponude i plate više za transfere od onih koji raspolažu sa manje resursa. Štaviše, oba koncepta efikasnosti zavise od preferencija pojedinaca prema resursima i ovlašćenjima. Efikasnost se dostiže kada je resurs ili ovlašćenje usmereno onome koji mu pripisuje najveću vrednost, zadovoljavajući tako njegove preferencije. Međutim, i same preferencije pojedinca su funkcija (*inter alia*) njegovog inicijalnog bogatstva i dohotka.

Proizlazi da ako bi bogatstvo i dohodak bili raspodeljeni drugačije, sam obrazac tražnje za resursima i ovlašćenjima bio bi promenjen i efikasnost bi podrazumevala sasvim različitu alokaciju resursa. To znači da efikasnost transakcije ništa ne govori o njenoj normativnoj vrednosti, s obzirom na to da zavisi od prethodne raspodele bogatstva i dohotka između strana, koja može biti i izrazito neravnomerna i nepravična. Ako je inicijalna raspodela resursa nepravična, dosezanje efikasne alokacije na tim resursima je jednostavno bespredmetno, jer efikasnost neće alokaciju učiniti poželjnijom u odnosu na situaciju odsustva efikasnosti. Prema tome, u efikasnosti ne možemo tražiti opravdanost bilo koje transakcije, pa tako *a fortiori* ni pravila niti politika (Mokal, 2005).

3.4. Posnerov princip maksimizacije bogatstva

Važno mesto u ekonomskoj analizi prava danas ima kriterijum maksimizacije bogatstva (*wealth maximization*) koji je predložio Posner (1979). On smatra da krajnji cilj prava jeste da maksimizira društveno bogatstvo, a ne ukupnu korisnost. Efikasna

legislatura je stoga ona koja maksimizira društveno bogatstvo. Prema tome, u ekonomskoj analizi zakona/legalnih normi treba kao parametar koristiti bogatstvo umesto korisnost.

Bogatstvo znači vrednost u novčanom izrazu ili novčanim ekvivalentima svega u društvu. Ono se meri na osnovu toga koliko su ljudi spremni da plate za nešto (što nemaju) ili koliko traže u novcu da bi se odrekli nečega što već imaju. U ovom smislu bogatstvo može da se posmatra kao vrednost u novcu – kupovna moć. Novac je imovina koja se redovno koristi za kupovinu roba i usluga na tržištu, a količina novca koju neko lice poseduje pokazuje njegov kapacitet da kupi dobra i usluge na tržištu. Što više novca poseduje, pojedinac postaje bogatiji i njegova kupovna moć raste. Bogatiji pojedinac u mogućnosti je da unapredi svoje zadovoljenje kupovinom više dobara i usluga. Prema tome, povećanje bogatstva nekog pojedinca pokazuje koliko on može da unapređuje svoju korisnost, a smanjenje bogatstva koliko će mu se korisnost pogoršati.

U poređenju sa merenjem korisnosti, merenje bogatstva ne stvara teškoće. Novčani izraz je univerzalni standard za procenu koliko su učesnici na tržištu spremni da kupuju i prodaju pojedina dobra. Prema tome, on je isti za svakog tržišnog učesnika i kada se oslonimo na bogatstvo, umesto na korisnost, problem interpersonalnog upoređenja nije više relevantan.

Iako je danas maksimizacija bogatstva važan koncept efikasnosti on je predmet brojnih kritika, kako istraživača koji ne pripadaju školi ekonomske analize prava kao što su Coleman J. (1980) i Dworkin R. (1980), tako i onih koji pripadaju ovoj školi, kao što je Calabresi G. (1980). Evoluciju koncepta analitički je predstavio Mathis (2009).

Tri su relevantne kritike upućene teoriji maksimizacije bogatstva. Prva, kao normativna teorija ona ne nudi zadovoljavajuće objašnjenje inicijalne raspodele prava (*initial assignment of rights*). Druga, ponekad pravilo maksimizacije bogatstva može da dođe u konflikt sa etičkim normama. Treća, pravilo ne obelodanjuje pravu vrednost bogatstva.

Prethodna analiza tri koncepta efikasnosti koji se koriste u ekonomskoj analizi prava ukazuje da svaki ima određena ograničenja. Analizu legalnih normi na osnovu ovih koncepata, prate ista ograničenja. Međutim prethodna analiza upućuje i na zaključak da nema razloga da se efikasnost nameće kao jedini cilj koji pravni okvir treba da ostvari ili podrži. Zaista, ekonomska analiza prava ne nudi odgovor na pitanje

šta bi trebalo da bude krajnji fundamentalni cilj prava, kao ni druge škole jurisprudencije. Zbog toga ekonomski pristup pravu ne bi smeo da se dovede u pitanje na toj osnovi.

Zbog nabrojanih razloga Mokal (2005) zaključuje da efikasnost po sebi ne predstavlja cilj koji može da usmeri bilo koji deo legislative. Ona ne generiše razloge zašto bi zakon trebao da ima jednu vrstu sadržine, a ne neku drugu. To implicira rezervu prema dominantnoj pretpostavci u ekonomskoj analizi prava, da efikasnost – iako nije jedini kriterijum za ocenu konačne normativne prihvatljivosti određenih aspekata pravnog sistema – svakako jeste jedan od onih koji zavređuju pažnju. Svakako, efikasnost po sebi ne obezbeđuje ciljeve zakonodavstvu. Mokal (2005) ovu tezu elaborira distinkcijom između proceduralnih i supstancijalnih ciljeva zakona.

3.5. Supstancijalni i proceduralni ciljevi zakona

Supstancijalni cilj određene grane zakonodavstva može da bude ishod (*end*) kome taj zakon teži. U kontekstu zakonodavstva insolventnosti, supstancijalni ciljevi se mogu formulirati na različitim nivoima apstrakcije. Vrlo apstraktno – da bude pravedan prema svim relevantnim stranama; ili da tretira sve strane podjednako. Konkretniji supstancijalni cilj stečajne legislative jeste: da obezbedi fer okvire kooperacije ili kolektivne akcije u konfliktnim uslovima insolventnosti; ili da iskazuje jednaku brigu i uvažavanje interesa svih onih koji su se našli pogođeni stečajem. Prema tome, Mokal (2005) zaključuje da su supstancijalni ciljevi oni koji opravdavaju postojanje određenih zakona, prikazujući ih u najboljem svetlu, pokazujući zašto je korisno imati ih.

Proceduralni ciljevi zakona, sa svoje strane, odnose se na to kako zakoni dosežu svoje supstancijalne ciljeve. Na primer, proceduralni cilj su metode koje zakon usvaja da bi se implementirala fer šema kooperacije u uslovima kada je dužnik u finansijskim neprilikama. Ova perspektiva omogućava dalje pojašnjenje prethodne tvrdnje: efikasnost ne može nikada biti supstancijalni cilj zakona. Efikasnost po sebi ne može obezbediti opravdanje nijednom delu zakona. Međutim, efikasnost – shvaćena na valjan način, je neizbežan proceduralni cilj. Kada su supstancijalni ciljevi specificirani egzogeno (npr. uz pomoć teorije pravde) efikasnost može da bude od koristi prilikom izbora između različitih mogućnosti njihove implementacije.

Pretpostavimo, kao i Mokal (2005), da određena grana legislative treba da dosegne određeni skup supstancijalnih ciljeva. Pretpostavka je i da postoje i različiti predlozi kako dostići ove ciljeve. Jasno je da nijedan predlog ne može da se sprovede bez troškova. Određeni resursi moraju da se potroše kako bi se predlozi usvojili i održali u funkciji. Međutim, resursi su pri tome oskudni. To znači da ukoliko se više resursa potroši za funkcionisanje jedne šeme, manje će preostati za preostale. Jasno proističe da ako postoje najmanje dva postupka/metoda za ostvarivanje određenog cilja, u datim okolnostima treba birati metod koji implicira manje troškova prilikom implementacije, pri drugim jednakim uslovima. Svaki drugi izbor bi podrazumevao rasipanje resursa, jer bi isti cilj mogao da se ostvari na način da se određena količina resursa sačuva i za ostvarenje drugih ciljeva.

Prethodna elaboracija koja je sledila Mokal-a (2005) predstavlja uvod u novi koncept efikasnosti koji je ovaj autor predložio za kontekst insolventnosti. To je koncept efikasnosti zasnovan na transakcionim troškovima (*transaction cost efficiency*). Autor ne polaže pravo na originalnost ideje pošto ono pripada autorima kao što su Coase, Williamson i Milgrom (Williamson i Masten (1995), i Milgrom i Roberts (1992).

3.6. Koncept efikasnosti zasnovan na transakcionim troškovima

Metod implementacije supstancijalnih ciljeva je efikasan kada su resursi koji se troše prilikom implementacije manji od resursa koji bi se potrošili u implementaciji svakog drugog metoda. Drugačije rečeno, metod je efikasan, kada pri datim resursima izdvojenim za njegovu implementaciju, može da se doprinese operacionalizaciji skupa supstancijalnih ciljeva u većoj meri od svih drugih izvodljivih metoda. Jasno je da dosezanje efikasnosti zasnovane na transakcionim troškovima treba da bude proceduralni cilj svakog dela legalnog sistema. Takva analiza efikasnosti određuje da li legislativa doseže svoje supstancijalne ciljeve na način koji implicira najmanje troškova, pa je prema tome i najjeftiniji.

Preostaje da se dalje elaboriraju vrste transakcionih troškova koji su inherentni u implementaciji supstancijalnih ciljeva zakona. Zapravo postoje dve vrste takvih

transakcionih troškova koji se delom i preklapaju. Ovu klasifikaciju su uveli Milgrom i Roberts (1992).

Kordinacioni troškovi (*coordination costs*) nastaju zbog toga što postoje jasne granice do kojih ljudi u realnom svetu mogu vršiti predviđanja, kao i granice njihovih kognitivnih sposobnosti da biraju valjane odgovore na splet okolnosti u kojima se nađu. Ovi troškovi takođe nastaju i zbog toga što postoje informacione asimetrije: informacije relevantne za zajedničke planove su raspoložive samo nekim učesnicima ili su raspoložive nejednako među ljudima.

Primer u kontekstu stečajne legislative jeste koordinacioni problem sa kojim se suočavaju kreditori firme na granici insolventnosti. Jackson (1982) je predložio da stečajna legislativa kao supstancijalni cilj treba da ima samo razrešenje ovog koordinacionog problema. Prema tome, jasno je da u situacijama kada treba da se ostvari skup supstancijalnih ciljeva čije sprovođenje iziskuje koordinaciju, da određeni resursi treba da se utroše ili na obezbeđenje dodatnih informacija onima kojima one nisu uopšte dostupne ili da se iste informacije obezbede ravnomernije svim učesnicima. Treba računati i na trošak za prevazilaženje negativnih konsekvenci usled nedostatka informacija.

Motivacioni troškovi (*motivation costs*) su druga kategorija transakcionih troškova. Oni nastaju u situaciji kada različiti akteri, percipirajući da njihovi interesi nisu isti, imaju vrlo različite podsticaje za delovanje u datim situacijama. I opet, u kontekstu implementacije skupa supstancijalnih ciljeva koji iziskuju kooperaciju, određeni resursi treba da se potroše da bi se interesi uskladili na takav način da se akteri ohrabre da slede zajedničke ciljeve, tj. na kolektivnu akciju. Tipičan primer koordinacionog problema u kontekstu insolventnosti jeste i problem nedozvoljenih transakcija (*wrongful trading*) pred stečaj. Zakonodavstva ovaj problem rešavaju time što na ivici insolventnosti teže da usklade interese menadžera sa interesima kreditora firme dužnika. Jedan od načina jeste da se direktorima prebacuje odgovornost za štetu od nastavka poslovanja posle insolventnosti. Time što su suočeni sa ovim troškovima, njihovo ponašanje se drastično menja.

4. EX ANTE I EX POST EFIKASNOST STEČAJNOG PROCESA

4.1. Preraspodela i efikasnost stečajnog procesa

U teorijskoj raspravi o stečajnom procesu, pored efikasnosti, preraspodela je bila jedan od ugaonih kamena. I to ne bez razloga. Pobornici teorije *nagodbe kreditora* naime *ex post* preraspodelu i ne vide kao relevantnu, već sagledavaju njene *ex ante* efekte kao pogubne po efikasnost. Drugim rečima, redistributivne konsekvence alternativnih stečajnih pravila po sebi nisu važne za *ex post* efikasnost. Međutim, ekonomisti im poklanjaju veliku pažnju zbog njihovih *ex ante* efekata na efikasnost. Saglasno tome, *ex post* raspodela u stečaju koja je optimalna je ona koja će imati najdelotvorniji opšti efekat na *ex ante* podsticaje i ponašanje.

Odluka o upotrebi imovine je presudna i ona je ta koja određuje raspoloživ kolač za deobu; preraspodela u stečaju i nije toliko važna iz *ex post* perspektive jer ne utiče na veličinu stečajnog kolača. Međutim, preraspodela je itekako važna zbog njenih *ex ante* efekata. Ona određuje podsticaje učesnika u dužničko poverilačkim odnosima na osnovu kojih oni donose važne odluke: koliko će se zadužiti; pod kojim uslovima odobriti kredite; kako investirati u uslovima zaduženosti; da li i kada pokrenuti stečaj. Važno je napomenuti i da preraspodela određuje podsticaje svim učesnicima na tržištu, a ne samo onima koji dospevaju u finansijske neprilike. Ako su ti podsticaji pervertirani, oni dovode u iskušenje i one aktere koji nisu skloni rizičnom ponašanju.

Postavlja se pitanje šta je standard/mera da li preraspodele u stečaju ima ili nema. To je zasigurno pravilo apsolutnog prioriteta. Ono je detaljno već objašnjeno. Dovoljno je na ovom mestu podsetiti da vlasnici, u skladu sa ovim pravilom, ne mogu prisvojiti ništa dok poverioci nisu namireni u celini. Pravilo apsolutnog prioriteta je mera da li postoji preraspodela, zbog toga što raspodela u skladu sa ovim pravilom zapravo jeste raspodela u skladu sa ugovorima koji su sklopljeni pre stečaja oko prioriteta i načina deobe stečajnog kolača. Prema tome, svako odstupanje od pravila apsolutnog prioriteta implicira preraspodelu.

Stečaj treba da unapredi efikasnost u odnosu između dužnika i kreditora u *ex ante* smislu – kada je dužnik solventan, i u *ex post* smislu – kada je dužnik već insolventan.

4.2. *Ex ante* efikasnost – podsticaji stečajne legislative

Glavni cilj stečajne legislative u *ex ante* smislu jeste da generiše optimalne podsticaje i primereno ponašanje dužnika i kreditora pre nego što stečaj nastupi. Stečajno zakonodavstvo redefiniše odredbe ugovora o kreditu u stečaju tako da: omogućava optimalnu kontrolu dužnika od strane kreditora; obezbeđuje dužnicima podsticaje da preduzimaju optimalni rizik i ulažu potreban napor; obezbeđuje pravovremeno pokretanje stečaja.

Istraživačima su oduvek privlačili pažnju efekti preraspodele, tj. odstupanja od pravila apsolutnog prioriteta na *ex ante* podsticaje privrednih aktera. Preraspodela *de facto* implicira povoljniju poziciju u raspodeli neobezbeđenih kreditora i ranijih vlasnika u odnosu na poziciju u kojoj je raspodela određena pravilom apsolutnog prioriteta. Neki istraživači su ukazali na neke pozitivne *ex ante* efekte preraspodele.

Bebchuk i Piker (1993) i Berkovitch et al. (1997) su pokazali da odstupanje od pravila apsolutnog prioriteta ohrabruje poželjno *ex ante* investiranje u ljudski kapital specifičan za firmu. Heinkel i Zechner (1993), Povel (1996), Berkovitch i Israel (1998, 1999) su pokazali da odstupanja od pravila apsolutnog prioriteta pospešuju transfer informacija kreditorima i poboljšavaju tajming odluka o pokretanju stečaja, likvidaciji ili rekapitalizaciji. Eberhart i Senbet (1993), Gertner i Scharfstein (1991) su pokazali da ova odstupanja obeshrabruju preterano preduzimanje rizika od strane firmi u finansijskim nevoljama. Najzad, Berkovitch i Israel (1998), Gertner i Scharfstein (1991), kao i White (1989) su pokazali da odstupanja od pravila apsolutnog prioriteta doprinose delimično i rešavanju problema nedovoljnog investiranja u firmama sa velikim teretom duga (*debt overhang*).

Međutim, odstupanja od pravila apsolutnog prioriteta imaju i nepovoljne *ex ante* efekte na odluke koje donose rukovodstva pre početka finansijskih problema i otvaranja stečaja. Jensen i Meckling (1976) su utvrdili da opterećeni teretom dugova vlasnici kapitala donose neefikasne odluke koje se tiču investicija, raspodele dividende i finansiranja. Odstupanje od pravila apsolutnog prioriteta u ovim okolnostima dodatno zaoštrava problem moralnog hazarda.

Odstupanja od pravila apsolutnog prioriteta povećavaju sklonost vlasnika ka rizičnijim investicijama. Vlasnici (i menadžeri koji maksimiziraju vrednost trajnog kapitala) preferiraju rizičnije projekte u odnosu na manje rizične, čak i kad rizični projekti generišu manju očekivanu vrednost, pošto prinosi od povoljnih ishoda rizičnih projekata pripadaju vlasnicima, dok će njihove gubitke snositi poverioci. Ako realizacija rizičnog projekta krene po dobru, što je retko, vlasnici su ti koji će od takvog ishoda imati najviše koristi. Ali, ako realizacija krene u lošem pravcu, što je izglednije, gubitke poduhvata će snositi poverioci.

Ex post devijacije od pravila apsolutnog prioriteta dodatno pojačavaju ovu distorziju u korist rizičnih projekata i zbog toga povećavaju nominalne kamatne stope. One, pak, kompenziraju gubitke kreditora u projektima koji krenu lošim pravcem. Povećane kamatne stope smanjuju atraktivnost sigurnih projekata u odnosu na rizične. Odstupanja od pravila apsolutnog prioriteta pojačavaju problem moralnog hazarda i u odlukama koje se tiču raspodele dividende i dodatnog zaduživanja.

Osim na *ex ante* izbor između rizičnih i sigurnih projekata koji se u literaturi karakteriše i kao supstitucija imovine (*asset substitution*), opterećenje dugom utiče i na druge menadžerske odluke. Pre svega, na razvodnjavanje imovine (*asset dilution*), a zatim i na razvodnjavanje potraživanja (*claim dilution*). Problem razvodnjavanja imovine se odnosi na odluke koje se tiču neprimerene raspodele vlasnicima. Oni zapravo imaju podsticaje da prisvajaju preterani deo firme – u obliku dividendi, plata i bonusa. Razvodnjavanje potraživanja se odnosi na odluke kojima vlasnici pored postojećeg duga dodatno zadužuju firmu jer se suočavaju sa podsticajem da to čine.

Da bi se odredilo da li su odstupanja od pravila apsolutnog prioriteta poželjna sa stanovišta efikasnosti, nužno je sagledati najpre njihove pozitivne efekte, a zatim ih uporediti sa negativnim. Ako prevagnu pozitivni efekti nad negativnim, može se govoriti o unapređenju efikasnosti kao posledici preraspodele. Svaka stečajna odredba (bilo da je supstancijalna ili proceduralna) ima svoje implikacije na *ex ante* podsticaje. Stoga, za svaku valja sagledati bilans pozitivnih i negativnih efekata. To isto valja učiniti i za kombinacije odredbi. Tu je važan ukupni bilans pozitivnih i negativnih efekata. I to je put ka dizajniranju optimalnog stečajnog sistema – onog koji generiše agregatno najpovoljnije *ex ante* podsticaje privrednim akterima.

Teorija optimalnog finansijskog ugovaranja jeste moderni teorijski okvir koji služi kao putokaz optimalnom dizajniranju stečajne legislative u *ex ante* smislu. To znači u periodu kada je dužnik još solventan. Efikasan ugovor o kreditu ovlašćuje kreditora na svu preostalu imovinu dužnika, kad on više ne može da vrati dug. Prema tome, optimalni stečajni zakon u *ex ante* smislu treba da je blagonaklon prema kreditorima i treba da im obezbedi veliki stepen namirenja u slučaju stečaja. Jedino ako je stečaj dovoljno ozbiljna pretnja, menadžeri će shvatiti otplatu dospelih dugova ozbiljno i neće rasipati niti upotrebiti slobodne tokove gotovine za svoje potrebe (Jensen, 1986). Dugovi im ne dozvoljavaju ni prikrivanje istinskih prinosa firme.

Jednom rečju, stečajna legislativa usredsređena na kreditore (*creditor-friendly*) stvara za dužnike prikladne podsticaje u *ex ante* smislu koji ih motivišu na odgovorno ponašanje. Povel (1999) smatra da stečajna legislativa blagonaklona prema kreditorima predstavlja dovoljnu pretnju menadžerima koji postižu loše rezultate, da će biti otpušteni u slučaju stečaja; a to je njima i uverljiv signal da treba da ulažu dodatne napore da se to ne dogodi.

Bebchuk (2002) je ukazao da dužnici *ex ante* preuzimaju manje rizika ako je stečajna legislativa blagonaklona prema kreditorima. Njegovo obrazloženje je dvostruko. Prvo, stečajni zakon naklonjen kreditorima obezbeđuje zasluženu kaznu u slučaju neuspeha i zbog toga dužnici vode računa da ne uđu u preterano rizične poduhvate. Drugo, ako je stečajni zakon naklonjen kreditorima, oni anticipiraju visoko namirenje u slučaju stečaja, pa su spremni i da kredite plasiraju po nižim kamatnim stopama. A niže kamatne stope povećavaju privlačnost sigurnih projekata, pa tako limitiraju rizične poduhvate.

Empirijska istraživanja pokazuju da firme preduzimaju manje rizika u zemljama sa stečajnim sistemima koji su više blagonakloni prema kreditorima. Međutim, Acharya i Subramanian (2009) empirijski su pokazali da firme češće ulaze u aktivnosti diversifikacije i preuzimanja koje uništavaju vrednost pri stečajnim sistemima koji su blagonakloni prema kreditorima. Preterani konzervativizam podstaknut stečajnim sistemima koji favorizuje kreditore, takođe, koči inovacije. Berkovitch et al. (1997) su pokazali da stečajni sistemi usredsređeni na kreditore mogu omogućiti kreditorima prisvajanje renti, što smanjuje investiranje u ljudski kapital specifičan za firmu.

Ex ante optimalna stečajna legislativa određuje raspodelu vrednosti firmi u stečaju između dužnika i njegovih kreditora koja maksimizira i vrednost firme pre stečaja. U *ex ante* smislu stečajna pravila ne služe za zaštitu interesa kreditora jer oni sami mogu zaštititi svoje interese, čak iako je stečajna legislativa blagonaklona prema dužnicima. U takvim okolnostima oni naplaćuju veće kamate na kredite ili slede strožu politiku odobravanja kredita. Međutim, sadržina zakona utiče indirektno na vrednost firme posredstvom uticaja na podsticaje i ponašanje dužnika i kreditora. Adekvatni podsticaju smanjuju troškove kapitala i čine kredite dostupnim po povoljnim uslovima (Longhofer and Carlstrom 1995). Berkowitz i White (2004) su pokazali i empirijski da stečajna legislativa sklona kreditorima olakšava pristup kreditima. La Porta et al. (1997) su pokazali da države sa boljom zaštitom kreditora imaju veća i razvijenija tržišta kredita (o tome i Djankov et al. 2007).

Stečajna legislativa ima i zadatak da generiše prave podsticaje za blagovremeno pokretanje stečaja. I to je možda i njen najdelikatniji zadatak. Stečajni zakon koji je prijateljski prema kreditorima deluje kao pretnja dužnicima da ne obustave plaćanja strateški; to znači da ne objavljuju stečaj samo da bi izdejstvovali otpis kredita. U takvom sistemu zapravo oni ne mogu očekivati otpis. Međutim, kada se firma sasvim približi insolventnosti, potreba za stečajem koji zaštićuje kreditore znatno opada. Pri stečaju koji favorizuje kreditore menadžeri posrnulih firmi će težiti da što više odlažu pokretanje stečaja, na štetu kreditora (Berkovitch and Israel 1999). Neko vreme to im i polazi za rukom. Menadžeri mogu skrivati gubitke kreativnim knjigovodstvom, nepovoljne tokove gotovine manjim izdacima za R&D ili smanjenjem drugih izdataka na uštrb kvaliteta proizvoda. Međutim, trenutak suočavanja sa istinom ne može zauvek da se odloži. Stečajni sistemi blagonakloni prema dužnicima značajno doprinose boljem tajmingu stečaja. Ako se menadžerima u slučaju stečaja obezbeđuje pristojna pozicija, oni će sami blagovremeno pokrenuti stečaj (Povel, 1999).

Na kraju, raspravu valja sumirati. Glavi cilj stečaja iz *ex ante* perspektive je maksimizacija vrednosti solventne firme. Stečajna legislativa koja je blagonaklona prema kreditorima suočava dužnike sa valjanim podsticajima: deluje preventivno na stratešku obustavu plaćanja; na ulazak dužnika u preterano rizične poduhvate (uz podsticaje za pojačane napore); napokon, podstiče kreditore da izvrše intenzivan monitoring dužnika. Sve to smanjuje troškove kapitala i istovremeno čini kredit

dostupnijim. To smanjuje i diskontnu stopu što povećava vrednost solventnih firmi. Sekvenca implikacija se može dalje proširiti. Pri dostupnim kreditima po niskim kamatnim stopama, menja se i obim i struktura investicija u privredi. Širi skup investicija postaje moguće finansirati, a i prag njihove rentabilnosti se spušta. Istovremeno se iz skupa mogućih investicija potiskuju one rizične, koje se preduzimaju u uslovima visokih kamatnih stopa. Konačno, veći obim efikasnijih investicija implicira i veće stope privrednog rasta.

4.3. *Ex post* efikasnost

Ex post efikasnost je uobičajeni fokus u analizama efikasnosti stečajnog procesa. Kada dužnik uđe u stečaj – *ex post* – poželjno je *ceteris paribus* da vrednost ukupne imovine bude maksimizirana jer to je, zapravo, vrednost koja će biti raspoloživa u deobi između učesnika stečajnog postupka i koja maksimizira stepen njihovog namirenja. *Ex post* efikasnost ima dve komponente. Najpre, poželjno je da se što manje vrednosti rasipa tokom reorganizacije/stečaja. To će se ostvariti uz maksimalno skraćivanje trajanja stečajnog procesa, a i perioda u kome se ispoljavaju direktni i indirektni troškovi stečaja. Potom, poželjno je da se imovina preduzeća po okončanju reorganizacije usmeri u upotrebu sa najvećom vrednošću. To znači da će imovina biti i dalje u funkciji kao *going concern* ako je vrednost koju generiše nastavak poslovanja veća od likvidacione vrednosti.

Ako je izbor reorganizacija, od presudne važnosti je izabrati onaj plan – među mnoštvom mogućih, koji generiše najveću vrednost. Međutim, kontekst stečajne reorganizacije to ne obezbeđuje po automatizmu. Ishodi reorganizacija su zamršeni jer se poverioci suočavaju sa nedostatkom perfektnih informacija, a i podsticajem za strateškim ponašanjem. Dužnik u reorganizaciji bi brzo i jeftino izašao iz stečaja kad bi poverioci i vlasnici znali pravu vrednost imovine dužnika, iznos i relativni prioritet svačijeg potraživanja. U praksi to nikad nije slučaj i učesnici stečaja vode bitke oko svake od ovih veličina. Pitanje procene vrednosti imovine je naročito važno jer ona određuje lestvicu efikasnosti planova reorganizacija. Niska procena otvara vrata i planovima koji generišu manje vrednosti. Visoka procena isključuje takve planove i nameće traganje za efikasnijim planovima u procesu pregovaranja.

Učesnici stečajne reorganizacije su i u poziciji da pregovaraju strateški, čak i ako su ugovorena prava nesporna. I zbog toga su reorganizaciji svojstveni i direktni i indirektni troškovi, koji smanjuju raspoloživu vrednost.

Re(distributivne) konsekvence alternativnih stečajnih pravila po sebi nisu važne za *ex post* efikasnost. Međutim, ekonomisti su im poklonili veliku pažnju zbog njihovih *ex ante* efekata na efikasnost. Saglasno tome, optimalna *ex post* raspodela će imati najdelotvorniji opšti efekat na *ex ante* podsticaje i ponašanje. U likvidacijama nisu moguća velika odstupanja od PAP, zbog mehanizma koji jasno razdvaja odluke u upotrebi imovine i raspodelu sredstava stečenih unovčenjem imovine. U reorganizaciji, međutim, to nije slučaj – jer odluke o upotrebi i raspodeli nisu razdvojene, što neminovno vodi u cenkanje.

4.4. Stečaj kao skrining mehanizam

U *ex post* perspektivi jasno se manifestuje funkcija stečaja kao skrining mehanizma. Kada se firma nađe u stečaju od presudnog je značaja da li je ona sposobna za život (*viable*) ili ne. To određuje i stečajni postupak koji će biti primenjen, a i samu njenu sudbinu – da li će opstati ili ne. Ovu delikatnu ulogu obavlja stečaj kao svojevrsni filter.

Autsajderi generalno ne mogu da opažaju trenutnu ekonomsku efikasnost firmi u finansijskim nevoljama. U uslovima izrazitih konflikata interesa između aktera i asimetričnih informacija, stoga neefikasne firme mogu da se lažno deklarišu i da se grupišu sa efikasnim. Nameće se, stoga, pitanje koliko precizno stečaj može da razdvoji efikasne od neefikasnih firmi.

Kad je firma insolventna, stečaj po pravilu mogu da pokrenu ili njen menadžment ili kreditori, a da pri tome biraju između reorganizacije i likvidacije. Takvi sistemi su koncipirani da generišu valjane podsticaje samo-selekcije. Pri datoj strukturi legislative, efikasnim firmama najbolju opciju predstavlja reorganizacija, a za neefikasne – likvidacija.

Postojeći zakoni sadrže i odredbe koje ohrabruju strane da pregovaraju tokom procesa reorganizacije. Uz druga ovlašćenja data rukovodstvima, to omogućava vlasnicima da zadrže određeni udeo u reorganizovanim firmama. To implicira

odstupanje od pravila apsolutnog prioriteta. Mooradian (1994) smatra da ova svojstva čine Poglavlje 11 atraktivnim i vlasnicima neefikasnih firmi, ali ih čini skupim neefikasnim firmama koje imitiraju restrukturiranja dugova efikasnih firmi. Stoga, Poglavlje 11 uvodi separaciju dve vrste firmi: efikasne firme se restrukturiraju van stečaja; a neefikasne traže zaštitu u formalnoj reorganizaciji. Poglavlje 11 povećava efikasnost u meri u kojoj dozvoljava efikasnim firmama da restrukturiraju dugove i nastave poslovanje van stečaja, ali je i smanjuje u meri u kojoj neefikasne firme traže zaštitu u reorganizaciji umesto da odmah otpočnu likvidaciju.

White (1994) je istražila ulogu stečaja kao mehanizma koji vrši separaciju firmi sposobnih za život od onih koje to nisu. Ona je pokazala da u uslovima nesavršenih informacija postupak može rezultirati i efikasnom ravnotežom koja separira neefikasne firme od efikasnih, ali i neefikasnom ravnotežom koja objedinjuje efikasne firme sa neefikasnim u istom postupku. Preciznije, u efikasnoj ravnoteži efikasne firme biraju reorganizaciju, a neefikasne likvidaciju. U neefikasnoj ravnoteži neke ili sve neefikasne firme biraju reorganizaciju.

White (1994), takođe, ukazuje da aktivno tržište prodaje firmi u stečaju može da poveća njihovu likvidacionu vrednost (i efikasnih i neefikasnih), a to povećava izgledе separatne ravnoteže. I veći transakcioni troškovi Poglavlja 11 povećavaju izgledе separacione ravnoteže. Problem filtriranja, stoga, implicira da skup stečajni proces može biti povezan sa povećanom, a ne smanjenom efikasnošću. Suprotno zaključku koji je izveo Mooradian (1994), White (1994) pokazuje da postojanje vanskodskog poravnanja može pogoršati problem skrininga. A to je suprotno i od zaključka koji je izveo Mooradian (1994). Manji transakcioni troškovi poravnanja mogu da povećaju izgledе neefikasnih ravnoteža koje spašavaju efikasne i neefikasne firme, ali samo ako se spajanje (*pooling*) desi u fazi poravnanja, a ne u stečajnoj reorganizaciji. Neefikasne firme mogu birati restrukturiranje kada bi inače trebale da su u likvidaciji.

Bernhardt i Nosal (2004) su takođe izučavali skrining funkciju stečaja. Međutim, njihovo shvatanje je sasvim drugačije. Oni smatraju da je moguće očuvati optimalno rešenje čak i kada stečajni sudovi ponekad donose pogrešne odluke: da likvidiraju firme sposobne i spašavaju firme nesposobne za život. Može se naslutiti da iza ovog shvatanja stoji pretpostavka da pogrešne odluke suda utiču na *ex ante* odluke rukovodstva, pa i na izgledе stečaja. Pretnja moguće likvidacije usled greške je dovoljna da smanji

agencijske troškove u kvalitetnim firmama, a time se smanjuje i verovatnoća stečajnog rizika. S druge strane, izgledi da firma pogrešno bude klasifikovana kao visoko kvalitetna, mogu obeshrabriti firme lošeg kvaliteta da odlažu likvidaciju koja je za njih celishodno rešenje. Konačno, verovatnoća da sud napravi greške u selekciji ohrabruje dužnike i kreditore da privatno rešavaju finansijske nevolje, i time izbegnu i troškove i rizike greške. Bernhardt i Nosal (2004) implicitno pretpostavljaju da su moguće greške slučajne.

Gennaioli i Rossi (2011) su pokazali da sudske greške nisu slučajne pošto vodeći računa o ličnoj karijeri, sudije ispoljavaju pristrasnost u korist dužnika. Da bi uspostavili reputaciju naklonosti prema dužnicima i tako privlačili buduće slučajeve, sudije su spremne da podstaknu previše reorganizacija, u kontekstu kada klijenti imaju slobodu izbora suda. Oni su pokazali i da je zaštita kreditora u reorganizaciji ključna za valjane podsticaje sudijama da vode računa o efikasnosti kada rešavaju finansijske nevolje.

*

Prethodno razmatranje pokazuje da su u dizajniranju stečajne legislative itekako važne i *ex post*, ali i *ex ante* perspektiva. I zbog toga se govori o dve vrste efikasnosti stečajnih sistema – *ex post* i *ex ante*. Sistem je *ex post* efikasan ako obezbeđuje maksimalno namirenje kreditora. Sistem je *ex ante* efikasan ako obezbeđuje optimalne *ex ante* podsticaje privrednim akterima. Ne postoji direktna kauzalnost između *ex post* i *ex ante* efikasnosti stečajnih sistema. *Ex post* efikasan sistem može da ima negativne *ex ante* podsticaje. Na primer, ako je sistem izuzetno „tvrd“ prema menadžerima i ranijim vlasnicima, što implicira da prvi gube posao, a vlasnicima u stečaju ne pripada ništa. To maksimizira *ex post* namirenje dužnika, ali generiše vrlo nepovoljan *ex ante* podsticaj. Vlasnici i menadžeri, koji deluju u njihovo ime, stiču podsticaj da što duže odlažu otvaranje stečaja, što implicira (nepovratno) rasipanje vrednosti u periodu koji prethodi stečaju. Ono što se u stečajnom postupku može sačuvati jeste samo deo koji preostane. Isto tako, negativni podsticaji se kreiraju i kada je stečaj izrazito blag prema menadžerima i vlasnicima, što znači da stvara velike prerogative menadžerima i pre stečaja i u samom stečajnom postupku, a vlasnicima obezbeđuje veliki deo stečajnog kolača. Banke će saglano tome prilagoditi svoju politiku odobravanja kredita. U tom smislu, sa sigurnošću može se očekivati povećanje kamatnih stopa za sve potencijalne

dužnike i/ili racioniranje. Kada to počnu da rade sve banke posledica je povećanje cene kapitala. A cena kapitala ima dalekosežne efekte na sistem investiranja.

5. STANDARDNI STEČAJNI POSTUPCI

Kada privatnim mehanizmima koji im stoje na raspolaganju dužnici ne mogu da razreše finansijske nevolje, kao alternativa može da posluži stečaj, odnosno formalni postupci pod okriljem sudova – likvidacija i reorganizacija.

5.1. Likvidacija

5.1.1. Prodaja u delovima i *going concern* prodaja

Likvidacija je jedna od alternativa u formalnim stečajnim postupcima, svuda u svetu. U likvidaciji sud imenuje stečajnog upravnika koji prodaje svu imovinu dužnika, raspodeljuje prilive od imovine poveriocima i gasi firmu. Likvidacija je karakteristična za situaciju kada je intrinzična ili ekonomska vrednost firme dužnika manja od tekuće likvidacione vrednosti njene imovine. To je situacija kada su sredstva takve firme vrednija van, nego kada su u funkciji, odnosno kada je njihova likvidacija vrednija od sadašnje vrednosti tokova gotovine koje bi ona donosila. To implicira da je i sa šireg društvenog aspekta, i sa aspekta poverilaca, poželjno unovčiti takvu imovinu, jer će obezbediti veće namirenje poveriocima, a nakon toga će biti usmerena u druge vrednije i rentabilnije aktivnosti.

U likvidaciji imovina dužnika se prodaje i unovčava ili pojedinačno ili kao *going concern* celina, ako firma još posluje prilikom otvaranja stečaja. *Going concern* likvidacija implicira prodaju biznisa ili firme sa svom imovinom, ali bez obaveza. U likvidaciji imovina se prodaje kupcu koji je stiče bez obaveza koje su na njoj postojale pre stečaja, bilo da je kupovina u delovima ili *going concern*. Kupac postaje vlasnik imovine ili firme i u toj ulozi donosi odluku o optimalnoj upotrebi imovine.

Na ovom mestu je uputno precizirati zašto *going concern* prodaja ima karakter likvidacije. Naime, kao i u slučaju prodaje delova imovine i *going concern* unovčenje imovine podrazumeva prodaju trećim stranama i to za gotovinu. Dilemu otvara često

spominjana konstatacija da i stečajna reorganizacija čuva *going concern* vrednost firme. Međutim, kao što ističe Jackson (1986), suštinska razlika između reorganizacije i likvidacije jeste da se u reorganizaciji imovina firme prodaje samim poveriocima i ranijim vlasnicima, u hipotetičkoj transakciji, a ne trećoj strani, kao u slučaju likvidacije. Ključno obeležje reorganizacije nije da li se sredstva u njoj čuvaju na okupu; ona mogu da se čuvaju na taj način i u likvidaciji, ako se prodaju kao celina trećoj strani. Prema tome, ključna distinkcija između likvidacije i reorganizacije jeste: ko su novi vlasnici imovine – treća strana ili poverioci; i kako se do imovine dolazi – tržišnom ili hipotetičkom transakcijom. Prema tome, pošto je u *going concern* prodaji kupac treća strana i to na tržištu – u realnoj transakciji, ona se smatra vrstom likvidacije.

5.1.2. Redosled namirenja u likvidaciji: pravilo apsolutnog prioriteta

U likvidaciji ostvarena sredstva od prodaje celokupne imovine dužnika se raspodeljuju poveriocima saglasno *pravilu apsolutnog prioriteta*. Pravilo apsolutnog prioriteta uvodi u stečaj pravilo da se poverioci namiruju pre vlasnika; to zaštićuje predstečajna prava poverilaca. Ovo pravilo određuje i kako se kolač deli među poveriocima. Princip podele je po klasama, po senioritetu i prioritetu potraživanja i svaka prioritetnija klasa se namiruje u celini, dok se sredstva ne iscrpe. Ako nešto preostane namiruje se klasa nižeg prioriteta. Obezbeđeni poverioci su van ovog prioritetnog reda. Oni se namiruju iz priliva od imovine koja služi kao obezbeđenje. Ako taj priliv nije dovoljan za namirenje celokupnog potraživanja, razliku oni namiruju kao neozbezbeđeni poverioci. Konačno, pravilo apsolutnog prioriteta, takođe, uvodi u prioritetni red potraživanja koja nemaju karakter uobičajenih potraživanja. To su administrativni izdaci stečajnog procesa ili troškovi stečaja i oni najčešće imaju najviši prioritet u namirenju.

Na ovom mestu valja objasniti koje je značenje raspodele u skladu sa pravilom apsolutnog prioriteta. U suštini apsolutni prioritet obezbeđuje namirenje u istom redu prioriteta kakav bi postojao da dužnik uopšte nije ušao u stečaj. Jackson (1986) u svom uticajnom radu naglašava da dobro koncipirani stečajni mehanizmi ne dozvoljavaju redefinisavanje niti preuređivanje ugovornih odnosa koji su slobodnom voljom sklopljeni između dužnika i poverilaca pre stečaja. Detalji ovih ugovora su precizirani tako da se

troškovi finansiranja što više smanje, a da se vrednost firme poveća. Odstupanje od pravila apsolutnog prioriteta bi dovelo do povećanja troškova pozajmljivanja, jer bi kreditori unapred kompenzirali anticipirani gubitak, zbog preinačenja ranijih ugovornih obaveza u stečaju, kroz veće kamatne stope.

Pravilo apsolutnog prioriteta implicira vrlo preciznu raspodelu deobne mase između učesnika stečajnog procesa. U nastavku elaboracije simboli imaju sledeće značenje: D_i - ukupni iznos potraživanja ili jedinica trajnog kapitala koje potražuje klasa i učesnika stečajnog procesa; d_{ij} - priznata vrednost potraživanja ili jedinica trajnog kapitala koje potražuje učesnik j u klasi i ; e_{ij} - namirenje učesnika j u klasi i ; i, j - indeksi klasa i učesnika; n - broj klasa poverilaca; $(n+1)$ klasa vlasnika; V - vrednost deobne mase.

Kreditoru najvišeg senioriteta j pripada:

$$e_{ij} = \min \left[V \frac{d_{ij}}{D_1}, d_{ij} \right]$$

Ako je vrednost deobne mase manja od potraživanja klase s sa najvećim senioritetom ($V < D_1$) j -tom kreditoru će pripasti samo deo deobne mase srazmeran učešću njegovog potraživanja u ukupnom potraživanju klase sa najvećim senioritetom. Ako je, pak, deobna masa veća od ukupnog potraživanja klase sa najvećim senioritetom ($V > D_1$) j -ti kreditor će biti namiren u celini, odnosno u visini nominalne vrednosti njegovog potraživanja d_{ij} .

Poveriocu j bilo koje klase sa manjim senioritetom i ($1 < i < n+1$) pripada:

$$e_{ij} = \min \left[\max \left(0, \frac{(V - \sum D_i) d_{ij}}{D_i} \right), d_{ij} \right]$$

Ako je deobna masa manja od potraživanja kreditora sa većim senioritetom od klase poverilaca i , j -tom poveriocu klase i neće pripasti ništa. Ako je, pak, deobna masa veća od kumulativnih potraživanja poverilaca sa većim senioritetom, ali nedovoljna da namiri u celini i sva potraživanja klase i , j -tom poveriocu će pripasti deo za namirenje klase srazmerno njegovom učešću u ukupnim potraživanjima klase. I najzad, ako je deobna masa dovoljna da pokrije u celini sva potraživanja klase sa većim senioritetom od klase i , a i celokupno potraživanje klase i , j -ti poverilac ove klase će biti namiren u celini, odnosno u visini nominalne vrednosti njegovog potraživanja d_{ij} .

Najzad, ranijem vlasniku j pripašće:

$$e_{(n+1)j} = \max \left[0, (V - \sum D_n) \frac{d_{(n+1)j}}{D_{(n+1)}} \right]$$

Ako je deobna masa manja od ukupnih potraživanja svih poverilaca nijednom ranijem vlasniku neće pripasti ništa. Ako je, pak, deobna masa dovoljna da pokrije sva potraživanja, ali ne i sve jedinice trajnog kapitala, j-tom ranijem vlasniku će pripasti deo preostale deobne mase po namirenju svih poverilaca i to srazmerno njegovom učešću u trajnom kapitalu dužnika pre stečaja.

5.2. Reorganizacija stečajnog dužnika

5.2.1. Osnovne karakteristike

Kada se firme reorganizuju u stečaju, one zadržavaju, po pravilu, svu imovinu ili njen najveći deo i nastavljaju svoje operacije. U nekim slučajevima to čine pod kontrolom ranijeg rukovodstva, kao u SAD, ili pod kontrolom lica imenovanog od strane suda, koji zaštićuje interese poverilaca.

Sredstva za namirenje poverilaca u reorganizaciji proizlaze iz budućih prinosa firme koja nastavlja poslovanje, a ne od prodaje njene imovine. To ne isključuje prodaju nekog viška imovine. Reorganizacioni kolač se stoga sastoji najvećim delom od budućih prinosa, a tek neznatno od unovčene imovine.

Stečajna pravila i u reorganizaciji određuju, s jedne strane, veličinu kolača koji se deli, a s druge strane, način njegove deobe između involviranih strana. Pre toga, stečajna pravila određuju i način izbora između reorganizacije i likvidacije. U reorganizaciji ova deoba se obavlja kroz pregovarački proces, mada i u njemu kao generalni okvir služi pravilo apsolutnog prioriteta.

U reorganizaciji poverioci se ne namiruju kao u likvidaciji (ili u celini ili nikako) već najčešće većini klasa pripada ponešto. Poveriocima višeg senioriteta pripada najviše, a onima najnižeg prioriteta najmanje. U reorganizaciji i ranijim vlasnicima pripada određeni deo kapitala novog preduzeća. Ovaj obrazac namirenja se karakteriše kao odstupanje od pravila apsolutnog prioriteta, jer se vlasnici namiruju iako se kreditori nisu namirili u celini. U reorganizaciji vlasnici sa poveriocima pregovaraju o

restrukturiranju operacija dužnika kao i o restruktuiranju kapitala. To implicira i odgovor na pitanje koliko će kojoj klasi pripasti od reorganizacionog kolača/vrednosti.

Plan reorganizacije ima centralno mesto u procesu reorganizacije. Generalno, plan mora da je usvojen u svim klasama poverilaca. Po usvajanju, planove reorganizacije često i potvrđuju stečajni sudovi. Tom prilikom se rukovode različitim uslovima. Jedan od važnih uslova potvrđivanja jeste da je plan izvodljiv (*feasible*). Izvodljivost implicira da po usvajanju dužnik neće likvidirati biznis niti će imati potrebu za novom reorganizacijom. Plan može da sadrži likvidaciju kao njegov bitni element. Međutim i takav plan mora da je potvrđen.

Sud primenjuje standard izvodljivosti tako što pažljivo ispituje plan i odlučuje pozitivno ako plan ima razumne izgleda na uspeh. Drugim rečima, plan ne sme da sadrži obećanja koja dužnik nije u stanju da ispuni. Faktori od značaja prilikom odlučivanja o izvodljivosti su brojni. Pre svega, adekvatnost strukture kapitala firme. To znači da firma treba da ima odnos duga i trajnog kapitala približan proseku grane kojoj pripada, zatim zadovoljavajući prinosni potencijal. Drugim rečima, prinos koji omogućuje servisiranje preostalih i novih dugova. Dalje, važan faktor jeste i sposobnost menadžmenta. I konačno, važni su i svi drugi faktori koji pokazuju da li poslovanje dužnika vodi ostvarenju performansi zapisanih u planu.

Dva su suštinska razloga postojanja stečajne reorganizacije. Prvi razlog jeste da kontroliše kreditore da svojim individualnim akcijama ne rasparčaju imovinu dužnika na štetu drugih kreditora, i da svojom moći suprostavljanja ne blokiraju atraktivne planove reorganizacije. Drugi razlog jeste da dužnicima obezbedi manevarski prostor za sagledavanje svojih poslova u novim okolnostima, uspostavljanje kontrole nad njima i izradu planova reorganizacije.

Primarna svrha stečajne reorganizacije jeste ozdravljenje firme u finansijskim nevoljama koja je ekonomski sposobna za život (*economic viable*). Čim firma pokrene reorganizaciju, po pravilu, ranije rukovodstvo priprema plan ozdravljenja koji sadrži predlog alokacije vrednosti firme između postojećih poverilaca i nosioca interesa u firmi dužniku.

Postupci reorganizacije su komplikovani, ali njenu suštinu izražava nekoliko odredbi koje su zajedničke svim reorganizacijama, ma gde postojale kao stečajni postupak. Prva odredba je automatska zabrana namirenja i izvršenja (*automatic stay*)

koja zamrzava sve dospеле otplate za kamate i glavnice kreditorima, kao i druga potraživanja. Pored toga, kamate prestaju da se pripisuju na sav neotplaćen neobezbeđeni dug. To zapravo podrazumeva produženje roka otplate kredita i smanjuje tržišne vrednosti prava poverilaca na imovinu dužnika. Odredba, takođe, sprečava obezbeđene kreditore da pristupe unovčenju predmeta obezbeđenja koja imaju na imovini dužnika. Automatska zabrana sprečava kreditore da otkazuju ugovore i uvodi zastoje u tužbama protiv dužnika. Sud takođe može da poništi određene transfere i ugovore sklopljene pre pokretanja stečaja, ako su na štetu stečajne mase ili onemogućavaju reorganizaciju. Na primer, u stečajnoj reorganizaciji dužnik može da poništi skupe kolektivne ugovore o radu i izdašnim izdacima za penzije, nepovoljne ugovore o zakupu, i sl. Sve ove pogodnosti zapravo dužniku obezbeđuju preko potreban predah u traganju za rešenjem svojih problema, a povećavaju i izgleda da te probleme razreši.

Kada je firma u stečaju, taj status omogućava najčešće i novu vrstu finansiranja sa većim stepenom prioriteta nego što bi firma mogla da obezbedi potencijalnim kreditorima pre stečaja. Posredi je tzv. „novi novac“ (*new money*) ili finansiranje dužnika u posedu (*debtor in possession financing*). Ovo rešenje ima za svrhu da ohrabri novo kreditiranje, ali na način da zaštiti integritet novih kredita u procesu reorganizacije. Bez takvih izvora mali su izgledi firme da uspešno prebrodi nevolje i izađe iz stečaja sposobna za život. Novi izvori imaju i drugu važnu ekonomsku ulogu – doprinose prevazilaženju pervertiranih investicionih podsticaja sa kojima se suočavaju prezadužene firme.

5.2.2. Okviri pregovora u stečajnoj reorganizaciji

Skoro celokupna literatura o stečajnoj reorganizaciji kao uzor ima Poglavlja 11 Stečajnog zakona SAD. Nijedan alternativni model nema ni približnu razradu niti primenu u praksi. Zbog toga dalja elaboracija ima isti uzor.

Literatura u kojoj se razmatra problem efikasnosti pravila reorganizacije je vrlo retka. Nekoliko autora je fokusiralo pojedine elemente sistema, ali niko nije pokušao da sagleda kako ukupna pravila deluju kao celina. Baird i Picker (1991) i Bebchuk i Chang (1992) modelirali su pregovaranje između ranijeg vlasnika (ili menadžera koji deluje u

njegovo ime) i jednog kreditora, u uslovima perfektnih informacija i u ekskluzivnom periodu kada dužnik podnosi plan. Drugim rečima, u oba modela pregovaranje je bilateralno. U Baird i Picker kontekstu pregovaraju bilateralno vlasnik i obezbeđeni kreditor, jer je potraživanje kreditora veće od vrednosti imovine. U takvim okvirima ostalim poveriocima ne pripada ništa, ali oni su deo stečajnog procesa, jer bilateralni dogovor ne može da se obavi privatno. Stečajni postupak služi kao forum na kome se proverava zaštita interesa neobezbeđenih poverilaca. U modelu koji su konstruisali Bebchuk i Chang pregovara se bilateralno sa ranijim vlasnikom koji ima moć koja proizilazi iz različitih izvora. Ovaj model objašnjava kako vlasnik koristi moć da deo reorganizacione vrednosti prisvoji za sebe; to implicira odstupanje od pravila apsolutnog prioriteta u korist ranijeg vlasnika.

U stečaju, međutim, informacioni problem je sveobuhvatan. A u reorganizaciji sva pravila deluju zajedno, pa usredsređenost na jedno ili dva, može da bude nepouzdana. Kordana i Posner (1999) su zbog toga pokušali da sprovedu sveobuhvatnu analizu pravila stečajne reorganizacije. Ona je jedinsvena po tri obeležja. Prvo, proširuje postojeće modele da bi razmatrala pregovaranje sa više kreditora. Drugo, posvećuje potrebnu pažnju imperfektnim informacijama. I treće, razmatra sva pravila stečajne reorganizacije, a ne samo nekoliko. Treba razlikovati pravila reorganizacije u širem značenju od pravila glasanja koja su pravila u užem značenju.

Pravila stečajne reorganizacije Kordana i Posner (1999) su sistematizovali na sledeći način. Prvo, pravilo se svodi na ekskluzivno pravo dužnika da predloži plan u određenom roku. Drugo, pravilo jeste da likvidaciona vrednost imovine određuje donju granicu raspodele. Treće, je pravilo apsolutnog prioriteta. Četvto, pravilo dvodomnosti i većinskog i nadvećinskog glasanja. Peto je pravilo klasifikacije i jednakog tretmana poverilaca. U nastavku se neka od ovih pravila detaljno elaboriraju.

Isključivo pravo vlasnika da podnosi plan

Po podnošenju zahteva za pokretanje stečaja rukovodstvu firme je povereno ekskluzivno pravo podnošenja plana reorganizacije u roku od 120 dana, kao i dodatni rok od 60 dana u kome plan treba da se usvoji. Prvi rok sudovi često produžavaju u slučaju velikih i kompleksnih slučajeva. Taj rok se skraćuje u retkim slučajevima kada

se imenuje poverenik koji zamenjuje ranija rukovodstva. Kada ovi rokovi ističu, pravo predlaganja planova reorganizacije stiču i poverioci, ali i dužnik.

Ekskluzivni period u kome dužnik podnosi plan reorganizacije je najkontroverznije pravilo stečajne reorganizacije. Ovo pravo se zapravo svodi na pravo određivanja agende u pregovorima i zbog toga ranijim vlasnicima daje veliku pregovaračku moć. Baird i Picker (1991) smatraju da ekskluzivno pravo dužnika nema uticaj na pregovore između dužnika i kreditora jer se ono tiče samo toga koja će strana formalno podneti plan. Ali će strane pregovore voditi neformalno, dajući uzajamno predloge. Ali Kordana i Posner (1999) primećuju da isključivo pravo predlaganja dužniku daje presudnu prednost u pregovorima: da bilateralnu pregovaračku igru (*bilateral bargaining game*) pretvori u ultimativnu igru (*ultimatum game*). I na tom osnovu može da prisvoji za sebe veliki deo *going concern* vrednosti.

Ekskluzivno pravo vlasnika da podnese plan je dato za period koji nije kratak. Postavlja se pitanje šta stoji iza ove odredbe. Poznato je da vlasnici i rukovodstva koja u njihovo ime deluju, raspolažu sa najviše informacija o preduzeću – kako o njenim jakim tako i o slabim stranama. U reorganizaciji od podjednake vrednosti su i jedne i druge informacije. Stoga, da bi uložili napor da pripreme plan reorganizacije, vlasnicima treba ukazati takvu priliku; i ne samo to nego i mogućnost da prisvoje i deo vrednosti za sebe, kako bi znanje o preduzeću pretočili u plan njegovog oživljavanja. Inače, u zoni insolventnosti trajni kapital je blizu nule, a on predstavlja vrednost njihovog predstečajnog interesa u firmi. Prema tome, vidljivo je da su dva cilja reorganizacije (ozdravljenje i prioritet kreditora u namirenju) kod ovog pravila u koliziji. Raniji vlasnici po pravilu više nemaju velika predstečajna prava, ali su oni vrlo važni akteri stečajne reorganizacije, pa im se stoga mora obezbediti učešće u vrednosti, što je suprotno pravilu apsolutnog prioriteta.

Problem se može elaborirati i sasvim drugačije. Da dužnici ne uživaju isključivo pravo predlaganja planova, oni bi u stečaju prisvajali manje vrednosti; a s obzirom da nemaju predstečajna prava, oni ne bi imali ni podsticaje da predlože planove i da u njima otkrivaju informacije kojima raspolažu, što bi se zasigurno odrazilo na *going concern* višak. Ova tvrdnja otvara pitanje šta bi sprečilo poverioce kao potencijalne predlagače plana da otkupe informacije od ranijih vlasnika i rukovodstva. Odgovor jeste da je prodaja privatnih informacija krajnje neefikasna: iz prostog razloga

što vlasnik informacije ne može da otkrije/predstavi/ njen značaj ako ne otkriva njen sadržaj; a kad ga otkriva, ona gubi svaku vrednost. Prema tome, poverioci neće znati koliko da plate sve potrebne informacije, jer ih dužnik skriva. Nisu ni u mogućnosti da procene da li dužnik postupa čestito. Ako poverioci ipak nude ranijim vlasnicima deo reorganizacione vrednosti, oni će otkriti možda deo informacija, ali zasigurno znatno manje nego kada oni podnose plan, kada određuju i novu strukturu kapitala i stoga prisvajaju znatno veći deo *going concern* vrednosti.

Treća alternativa jeste da planove reorganizacije podnese treća strana kao što je stečajni upravnik/poverenik. Za razliku od poverilaca i dužnika – poverenik nema podsticaje da odstupa od predstečajnih prava ili pravila apsolutnog prioriteta. Poverenik se suočava sa dva problema: sa znatno manje informacija i od dužnika i od poverilaca; a i sa slabijim podsticajima da podnese plan koji maksimizira *going concern* višak.

Likvidaciona vrednost kao donja granica namirenja u reorganizaciji.

Svaki plan reorganizacije podrazumeva procenu vrednosti firme, da bi se moglo proceniti da li je plan u interesu poverilaca. Ova vrednost treba da je veća od vrednosti koja bi se dobila likvidacijom dužnika, i da svakom poveriocu obezbedi veće namirenje nego što bi imao u likvidaciji. Posredi je princip – “u najboljem interesu” (“*in the best interest*”). Procenjena vrednost određuje i koliko će svaki poverilac dobiti hartija od vrednosti i gotovine.

Plan reorganizacije neće biti prihvaćen ako bilo koji poverilac uputi prigovor da planom dobija manje nego što bi dobio u likvidaciji. Prema tome, likvidacija postavlja donju granicu za namirenje u reorganizaciji. Poverioci istog stepena prioriteta moraju da se namire najmanje koliko bi bili namireni po kriteriju pro rata u likvidaciji. Prema tome, zakon obavezuje sudiju da sprovede namirenje u likvidaciji kao donju granicu namirenja u reorganizaciji, ali samo ako oštećeni kreditor upućuje prigovor.

Pitanje od posebne važnosti jeste kako sud određuje likvidacionu vrednost. I to otvara pitanje šta je zapravo likvidaciona vrednost. Jedno tumačenje jeste da je to zbirna vrednost pojedinačne imovine, a ona se može relativno lako proceniti uporedivim transakcijama sa tržišta. Drugo tumačenje jeste da je ipak reč o vrednosti cele firme, a to podrazumeva uzimanje u obzir i sinergiju kada se procenjuju pojedine proizvodne linije ili, pak, tražnje kada se biznis prodaje kao *going concern*. Ako se operiše sa prvim

konceptom likvidacione vrednosti, granica namirenju u reorganizaciji, bar načelno, se postavlja nisko, a u slučaju likvidacione kao *going concern* vrednosti znatno više. U drugom slučaju se postavlja pitanje koja je razlika između reorganizacione i likvidacione vrednosti. Odgovor koji se nameće po sebi je sledeći. U slučaju likvidacione vrednosti kao *going concern* vrednosti procena implicira neto sadašnju vrednost tokova gotovine na osnovu informacija koje su dostupne povereniku suda koji takvu procenu organizuje. Reorganizaciona vrednost, pak, implicira neto sadašnju vrednost tokova gotovine na osnovu informacija kojima raspolaže predlagač plana.

Većinsko i nadvećinsko glasanje i dvodomnost

U reorganizaciji podnosioci planova (obično je to dužnik) dele poverioce u klase i svaka klasa glasa o planu posebno. Klasa prihvata plan ako prosta većina poverilaca (po broju) izglasa plan i ako kreditori sa dvotrećinskim iznosom potraživanja izglasaju plan. Zbog toga Kordana i Posner (1999) ovaj sistem glasanja karakterišu kao dvodomni (*bicameral*). Jedan dom je dom kreditora (*creditor house*) u kome se glasa po principu jedan kreditor jedan glas. Drugi je dom potraživanja (*claims house*) u kome se glasa po principu jedan dolar jedan glas. I oba doma treba da usvajaju plan.

Vidljivo je da je posredi vrlo komplikovan mehanizam koji dopunjuje standardni model glasanja u preduzećima koja nisu u stečaju, a to je model zasnovan na principu jedna akcija jedan glas. Postavlja se pitanje šta se dobija dodatnim glasanjem po principu jedan kreditor jedan glas. Jedan odgovor jeste da se time smanjuje moć jako velikih poverilaca, kada su poverioci heterogeni.

Da bi se razumeo značaj pravila reorganizacije, zahvalno je početi premisom da je svrha glasanja da obezbedi izbor onog plana koji je najefikasniji. Često se kao ključno nameće pitanje da li firma treba da se likvidira ili reorganizuje. Optimalna pravila rezultiraju izborom reorganizacije, samo ako ona maksimizira vrednost firme. U isto vreme, stečajna legislativa nameće da se predstečajna prava i prioriteti poštuju. Prema tome, sistem glasanja bi trebalo da obezbedi: izbor najboljeg plana (uključujući i likvidaciju: i poštovanje predstečajnih prava poverilaca.

Da bi pokazali koliko su zamršeni efekti glasanja u reorganizaciji Kordana i Posner (1999) su elaborirali tri pravila izglasavanja planova: dva su ekstremna, a jedno je tradicionalno većinsko glasanje.

Na jednom ekstremu je pravilo da se plan reorganizacije usvaja samo ako ga izglasaju svi učesnici; u suprotnom firma se likvidira. Privlačnost šeme jednoglasnog usvajanja plana jeste u tome što će plan biti usvojen samo ukoliko je efikasan – a to implicira da će svako biti u boljoj poziciji u odnosu na *status quo*, a to je slučaj samo kada reorganizacija generiše znatan višak u odnosu na likvidaciju. Očita mana šeme jednoglasnosti jeste da i jedan jedini glas može blokirati efikasan plan, ako je taj glas protiv. I zbog toga njegov vlasnik – za pozitivan glas, može tražiti nesrazmeran deo vrednosti za sebe. Svako iz mnoštva učesnika može da sledi takvu strategiju, što bi blokiralo pregovarački proces. Čak i kad bi učesnici odustali od strateškog ponašanja, njihove preferencije, informacije i verovanja se razlikuju, što bi takođe izazvalo paralizu. Zbog paralize pregovarački proces se blokira na štetu svakog ponaosob. Prema tome, troškovi odlučivanja isključuju šemu jednoglasnosti u svakoj većoj grupi.

Kao drugi ekstrem Kordana i Posner (1999) su razmotrili alternativni sistem u kome plan reorganizacije nameće jedan učesnik: on bi mogao da bude izabran nasumice ili da to bude stečajni sudija. Troškovi odlučivanja u ovom slučaju su zanemarljivi jer učesnik koji bira plan, bira ga po svom nahođenju i ne mora da vodi računa o primedbama drugih. Štaviše, on može da bira i plan koji maksimizira vrednost, jer sav višak može alocirati sebi – ako je učesnik. Ako to radi sudija, on ne može vrednost alocirati sebi, nego nekom od učesnika. Pri tome on ekspropriše sav višak od drugih, narušavajući predstečajna prava. Zbog toga ni ova šema nije primerena stečajnoj reorganizaciji.

Najzad, autori razmatraju šemu proste većine u kojoj kreditori koji imaju većinu potraživanja biraju plan. Većina ograničava troškove odlučivanja pošto oni koji se suzdržavaju od glasanja – očekujući veće namirenje – mogu da se nađu u manjini. I zbog toga podsticaji za *holdout* u ovim okolnostima su znatno manji. Štaviše, većinsko pravilo garantuje namirenje većini koja usvaja plan. Ali i većinsko pravilo ima ozbiljnih nedostataka. Argument jeste da većina može da dogovori eksproprijaciju ili prisvajanje za sebe predstečajnih prava manjine. A da bi izbegli eksproprijaciju, poverioci stvaraju koalicije između sebe, uz pokušaje da odvlače druge iz alternativnih koalicija. Prema tome, troškovi odlučivanja su veliki i u situacijama kada se glasa pravilom proste većine.

Prethodno razmatranje upućuje na zaključak da prilikom izbora pravila glasanja, kada grupa donosi odluke sa ekonomskim implikacijama, od presudnog značaja su dva faktora koja su u koliziji: to su troškovi pregovaranja i mogućnost eksploatacije. Na jednom ekstremu je sistem u kome se odlučuje jednoglasno i on isključuje eksploataciju, ali implicira velike troškove pregovaranja. Na drugom ekstremu je sistem u kome jedan učesnik može da nametne odluku koja implicira male troškove ali najveći stepen eksploatacije. Između ova dva ekstrema su sistemi glasanja sa prosečnom ili nadprosečnom većinom koji impliciraju manje ili veće transakcione troškove, ali i veći odnosno manji stepen eksploatacije manjine. Buchanon i Tullock (1958) ističu da optimalna pravila glasanja izražavaju *trade-off* između troškova pregovaranja i troškova eksploatacije.

U stečajnoj reorganizaciji je očito pravilo glasanja oblikovano polazeći od dva zaheva: jedan je da se obezbedi što veći stepen ujedinjavanja informacija, a drugi je da se stepen eksploatacije manjine minimizira. Glasanje po principu jedan dolar jedan glas doprinosi obelodanjivanju što više informacija, a glasanje po principu jedan kreditor jedan glas doprinosi smanjenju eksploatacije manjine na najmanju moguću meru. Nije, jasno, međutim, da li pravilo glasanja obezbeđuje efikasnost. Da li obezbeđuje da plan koji prihvataju članovi grupe bude efikasan, u smislu da oni koji su plan izglasali dobijaju više nego što preostali gube?

Postojeći sistem glasanja u stečajnoj reorganizaciji stoga Kordana i Posner (1999) ne smatraju srećnim rešenjem jer ne nudi valjano rešenje kolizije između troškova odlučivanja i eksproprijacije. Pre svega, pravila glasanja u Poglavlju 11 su koncipirana da obezbeđuju da firme sačuvaju *going concern* višak i budu primereno reorganizovane ili likvidirane. Kada je izabrana reorganizacija, pravila treba da doprinesu izboru planova sa najvećom vrednošću. Posner i Weyl (2013) pak smatraju da su ta pravila isuviše zamršena i interno nedosledna, da bi postigla takav ishod. Oni smatraju i da nema dokaza da ta pravila doprinose ostvarenju deklariranih ciljeva. Po njima, glavni problem sa dosadašnjim predlozima za unapređenje procesa reorganizacije jeste to što zanemaruju kolektivnu prirodu izbora koji se vrši u reorganizaciji. Oni smatraju da je izglednija reforma koja se zasniva na unapređenju pravila glasanja u reorganizaciji. Saglasno tome, Posner i Weyl (2013) su predložili tzv. kvadratno glasanje (*quadratic voting*) kao ekonomski efikasno rešenje.

White (2011) je ukazala na drugi fenomen. Pravila glasanja (gde planove moraju da izglasaju i klase neobezbeđenih poverioca i ranijih vlasnika) po njenom shvatanju vode visokim procenama reorganizacione vrednosti. A one očito vode odstupanju od pravila apsolutnog prioriteta. Međutim, kada se usvoje planovi na bazi „naduvanih“ procena, firma nastavlja sa poslovanjem iako to nije efikasan izbor. Stečajni sistem tako prestaje da vrši valjano svoju osnovnu funkciju: to je funkcija selekcije firmi koje nisu sposobne za život. Preciznije, stečajni proces omogućava spasavanje firmi reorganizacijom u preteranom broju. To implicira rasipanje resursa, jer što je period opstajanja firmi u reorganizaciji duži, veći su i troškovi.

Prema tome, odstupanje od pravila apsolutnog prioriteta nema samo značenje preraspodele, u smislu oduzimanja od onih koji su ranijim ugovorima obezbedili prioritet u naplati za račun neobezbeđenih. Ono što je važnije jeste da odstupanje od pravila apsolutnog prioriteta iskrivljuje i odluku o alokaciji imovine dužnika. Pogrešna odluka o alokaciji – posle suočavanja sa istinom – smanjuje kolač koji je raspoloživ za deobu.

II DEO: STEČAJNI PROCES – PRAKTIČNI ASPEKTI

6. PORAVNANJE

Jedan od čestih argumenata protiv skupog stečaja jeste što dužnik sa svojim kreditorima može dobrovoljno redefinisati ugovore o kreditima, što implicira restrukturiranje dugova. I zaista, reprogramiranje dugova je često, na obostranu korist dužnika i kreditora, naročito kada dužnik ima perspektivan posao, ali je spletom događaja dospelo u prolazne finansijske nevolje. Međutim, koordinacioni problemi mogu da budu ozbiljna prepreka između dužnika i više njegovih kreditora u postizanju obostrano korisnih aranžmana.

6.1. Opcije pred firmama u nevolji

Osim formalnog stečaja pod okriljem suda, firmama je na raspolaganju mogućnost razrešenja finansijskih nevolja i u privatnim aranžmanima na finansijskim tržištima. Bar teorijski, privatni mehanizmi reorganizacije predstavljaju sa stanovišta troškova celishodniji forum za razrešenje finansijskih nevolja. Međutim, valja uzeti u obzir da postoje značajne prepreke nesmetanom sprovođenju privatnih aranžmana. Zbog toga su firme nekad prinuđene da pribegnu formalnom stečaju i da snose sve troškove koje on implicira. Kada se firma suočava sa finansijskim problemima rukovodstvu su na raspolaganju tri opcije: prodaja imovine, infuzija novog kapitala iz eksternih izvora i restrukturiranje duga.

Jedna od alternativa firmi u finansijskim nevoljama jeste prodaja viška imovine, kao pokušaj razrešenja finansijskih nevolja. Prodaja dela imovine implicira priliv gotovine koji može da se upotrebi za otplatu dospelog duga ili za realizaciju investicionih oportuniteta sa brzim prilivima, koji mogu da ublaže nelikvidnost. Cena koju dužnik postiže u takvim situacijama, u krajnjoj instanci, je ishod pregovaračkog procesa sa kupcima. Teška finansijska situacija i preka potreba za gotovinom najčešće smanjuju pregovaračku poziciju dužnika, a samim tim i cenu. Ako se prodaja vrši pod prinudom kreditora, njen rezultat može da bude cena koja je niža od vrednosti koju ta imovina generiše u firmi dužnika. Senbet i Wang (2012) naglašavaju da kreditori,

upravo, preferiraju prodaju jer time ubrzavaju naplatu, i ne moraju da čekaju tokove gotovine od imovine. Takve transakcije obično impliciraju transfer bogatstva od dužnika kreditorima i smanjenje ukupne vrednosti firme.

Poznato je i da se kupci imovine kupljene neposredno pre stečajnog procesa suočavaju s jedinstvenim rizikom. Ako se firma – prodavac imovine – kasnije nađe u stečaju, sud može poništiti transakciju tumačeći je kao prevarni transfer (*fraudulent transfer*) ili anuliranu prednost/preferenciju (*voidable preference*). To se dešava kada je ostvarena cena niža od tržišne cene prodate imovine, pa kupac mora da vrati imovinu prodavcu. Sve to dodatno smanjuje tražnju za takvom imovinom. Nadalje, transakcije pre stečaja moraju pažljivo da se oblikuju kako bi se izbegla svaka mogućnost da kupac snosi obaveze prodavca/dužnika. Najzad, prodaja pre stečaja može da limitira ili potpuno isključi, upotrebu neto operativnih gubitaka u izbegavanju budućih poreza na dobit. U meri u kojoj ovi gubici, koji se prenose, predstavljaju važnu imovinu firmi u nevolji, one treba da strukturiraju transakcije imovine na način koji će im kasnije omogućiti izbegavanje budućih poreza.

Firme u finansijskim nevoljama suočavaju se, pre svega, sa nedostatkom likvidnih sredstava potrebnih za isplatu dobavljača, radnika, poreza itd. Pored toga, takve firme mogu imati i projekte sa neto pozitivnom sadašnjom vrednošću (poput investicija u trajna obrtna sredstva) koje nisu u mogućnosti da finansiraju. Zbog toga, od ključnog značaja za njihovo ozdravljenje, preživljavanje i sprovođenje investicionih oportuniteta jeste mogućnost pribavljanja novih izvora finansiranja. Međutim, firma u nevoljama vrlo teško dolazi do novih izvora, upravo zbog rizika s kojim se suočava stari kreditor kada odobri dodatni kredit ili novi kreditor kad zajmi već prezaduženoj firmi. Pored toga, ni stari vlasnici nemaju valjane podsticaje da u takvim okolnostima ulažu dodatne iznose vlasničkog kapitala. Myers (1977) je ukazao na fenomen nedovoljnog investiranja, poznat i kao *debt overhang* sa kojim se suočavaju potencijalni ulagači u zaduženu firmu.

Ovaj problem nastaje zbog toga što nesrazmeran iznos ekonomskih prinosa od inkrementalnih investicija pripada postojećim prioritetnim poveriocima, što guši podsticaje za investiranje. U takvim okolnostima teško je naći nove kreditore jer bi se oni našli na začelju prioritetnog reda u namirenju. Prethodni razlozi odvrćaju i vlasnike

da ulažu dodatni svež kapital u takve firme i zato su infuzije svežeg kapitala od vlasnika u takvim okolnostima vrlo retka pojava.

Jednostavno rešenje ovog problema jeste da firma novoj obavezi obezbedi što više mesto u redu prioriteta. U privatnom poravnanju to može da se učini ako ne postoje klauzule prioriteta na postojeće javne dugove. Međutim, to je vrlo redak slučaj. Kada one postoje, jedno od rešenja jeste korišćenje obezbeđenog finansiranja. To je moguće samo ako postoji slobodna imovina koja bi se založila.

Prethodno razmatranje ukazuje da firmama koje su ušle u finansijske nevolje dve analizirane opcije – prodaja imovine i pribavljanje novih izvora – nisu od velike pomoći. Njihova realizacija je skopčana sa brojnim komplikacijama što ih upućuje na treću opciju – restrukturiranje dugova.

Restrukturiranje ili reprogramiranje duga je proces koji omogućava dužniku u finansijskim nevoljama da ponovo ispregovara uslove kredita sa svojim kreditorima i eventualno modifikuje odredbe važećih ugovora; sa ciljem da se smanji teret duga i da se poboljša opšte finansijsko stanje. Privatni (bankarski) i javni (emisije obveznica) dugovi se razlikuju po tome što su predmet vrlo različite regulative, a i zbog toga što impliciraju veoma različite obaveze oko obelodanjivanja informacija. Zbog toga, izgledi restrukturiranja dugova van formalnih stečajnih postupaka zavise, pre svega, od toga da li obaveze firme imaju pretežno karakter javnog ili privatnog duga. Restrukturiranje privatnih dugova je relativno jednostavnije jer u njima ključno mesto imaju banke. Bankarski krediti najčešće podrazumevaju bilateralni odnos, eventualno multilateralni s ograničenim brojem učesnika, kada su u pitanju sindicirani krediti. Kada se uređuju odnosi sa bankama, po pravilu, nema ni potrebe za dodatnim restrukturiranjem ostalih dugova.

Restrukturiranje javnog duga implicira mnogo komplikovaniji mehanizam jer emisije obveznica obuhvataju mnogo aktera. Nezaobilazna pretpostavka u modelima restrukturiranja sa javnim dugom jeste brojnost kupaca obveznica, što podrazumeva da je za njih prohibitivno skupo da koordiniraju svoje pregovaračke strategije. To nije slučaj sa privatnim kreditorima (bankama i drugim kreditorima), kojih je manje, a koji mogu koordinirati svoje akcije.

U elaboraciji poravnanja kao ekonomskog i finansijskog fenomena obično se polazi od prilično složenog institucionalnog modela i njegovih legalnih okvira koji je

nalik onima na razvijenim tržištima kapitala. Drugim rečima, pretpostavlja se da firme u svojoj strukturi kapitala imaju javni dug, tj. da su imale emisije obveznica. A to pretpostavlja brojnost kupaca obveznica, kao i vrlo specifične zakonske okvire, bez kojih fenomen ne može da se prati. Legalni okvir koji se najčešće podrazumeva je onaj iz SAD, jer i same studije poravnanja najčešće potiču iz ove zemlje.

U SAD restrukturiranje javnih dugova je uređeno zakonom još iz 1939. godine (*Trust Indenture Act*) koji predviđa jednoglasnu saglasnost vlasnika obveznica pojedinih klasa da bi se menjale obaveze; ili u pogledu dospeća, glavnice ili kupona/kamatnih stopa. Ovi strogi uslovi u suštini isključuju privatno restrukturiranje javnih dugova korporacija. Da bi se našao izlaz iz ove situacije pronađena su alternativna rešenja. Restrukturiranje javnih dugova se vrši ili tenderskom gotovinskom ponudom (*tender cash offer*), kada se dug otkupljuje gotovinom ili ponudom za razmenu (*exchange offer*), što znači da se postojeći dug razmenjuje za nove instrumente (nove obveznice, akcije ili njihove hibridne kombinacije). Restrukturiranje implicira i modifikaciju restriktivnih klauzula iz ugovora o emisiji.

6.2. Privatna poravnanja i troškovi stečaja

Haugen i Senbet (1978) su izvršili vrlo rano teorijsku analizu odnosa između troškova privatnih poravnanja, stečaja i odluka firmi koje se tiču strukture kapitala. Oni su koristili argument arbitraže, u teoremi Modigliani Miller (MM), da bi dokazali da su troškovi finansijskih nevolja beznačajni za strukturu kapitala. To je zbog toga što je sadašnja vrednost transakcionih troškova vezanih za neformalna poravnanja neznatna, ili čak beznačajna, kada se donose inicijalne odluke o strukturi kapitala firme. Prema tome, svi racionalni poverioci bi se saglasili da se restrukturiranje, za slučaj potrebe, obavi neformalno, kako bi se izbegli veliki troškovi stečaja. Drugim rečima, pošto je za učesnike na tržištu kapitala prihvatljivo da je u interesu svih da podržavaju metod restrukturiranja koji implicira najniže troškove, troškovi stečaja u tom smislu ne bi trebalo da budu toliko veliki da neutrališu poreske koristi od duga. Stoga, troškovi stečaja ne mogu objasniti sasvim umereno korišćenje dugova od strane firmi u praksi Senbet i Wang (2012).

Argument koji Haugen i Senbet (1978) naglašavaju jeste da neformalno restrukturiranje predstavlja, bar po troškovima, efikasnu alternativu u odnosu na stečaj, pa se akterima isplati da privatizuju stečaj, odnosno da iskoriste arbitražu. U tom slučaju, akteri sami spontano teže privatizaciji stečaja jer je ona celishodnija. Ako se opcija neformalnog restrukturiranja ne bi iskoristila, to bi impliciralo neiskorišćenu mogućnost arbitraže, što je na konkurentnim tržištima nemoguće. I Roe (1983), kao i Jensen (1989), iznosi argumente u korist privatizacije stečaja.

Haugen i Senbet (1978) su takođe pokazali da bi privatizacija stečajnog procesa mogla da bude inicirana i od strane eksternih aktera koji teže zaradi na arbitraži. Pretpostavimo da tržišne vrednosti finansijskih instrumenata firme u nevolji odražavaju očekivanje da će morati da se snose značajni troškovi stečaja, kao posledica neuspešne implementacije poravnjanja. Mešetari na arbitraži bi otkupili te instrumente po važećim tržišnim cenama, da bi sprečili skupu formalnu reorganizaciju. Potencijalni profit od arbitraže bi bio zapravo razlika u troškovima dva alternativna mehanizma razrešenja finansijskih nevolja.

Prema tome, ključna implikacija prethodne teorijske analize jeste da tržišta kapitala predstavljaju efikasniji mehanizam za razrešenje finansijskih nevolja. Ne oslanjanje na mehanizam poravnjanja koji je efikasniji (bar troškovno) u odnosu na stečaj, bi stoga moglo da se tumači kao propuštanje mogućnosti arbitraže. Posledično, ne bi trebalo očekivati veliki broj formalnih reorganizacija pod okriljem sudova. Međutim, veliki broj firmi bira stečajnu reorganizaciju, što znači upravo odustajanje od privatnih poravnjanja. Kao što Haugen i Senbet (1978) priznaju, odustajanje od efikasnijeg mehanizma mora da se zasniva: ili na potpunoj neracionalnosti poverilaca firmi kao tržišnih učesnika; ili na preprekama arbitraži i procesu poravnjanja. Prva pretpostavka nije plauzibilna pa su zato centralno mesto u literaturi dobile prepreke neformalnim poravnanjima.

6.3. Prepreke privatnim poravnanjima

U literaturi su identifikovane tri prepreke privatnom razrešenju finansijskih nevolja: problem držanja po strani (*holdout*), asimetrične informacije i konflikti

interesa. Istraživan je i uticaj svake od ovih prepreka na dinamiku neformalnih poravnanja.

6.3.1. Problem držanja po strani

Situacija kada jedan dužnik pregovara istovremeno sa više kreditora je karakterističan okvir poravnanja. On implicira *holdout* problem koji se ogleda u tome da i mali kreditori i oni koji se protive restrukturiranju duga, za saradnju mogu tražiti preteranu naknadu/obeštećenje (Gertner and Scharfstein 1991). Dobrovoljno restrukturiranje dugova implicira jednoglasnu podršku svih kreditora. Zbog toga, čak i marginalni kreditori mogu da imaju prekomernu moć u procesu pregovaranja, koju koriste za svoj račun. Otuda postojanje ovog koordinacionog problema koji se često označava i kao *holdout* problem.

Stečajni proces rešava *holdout* problem zbog toga što u stečajnoj reorganizaciji nije neophodna jednoglasna podrška kreditora za restrukturiranje dugova. Stečajni postupci su i koncipirani tako da olakšavaju neformalne pregovore između dužnika i njegovih kreditora. Stoga, u poravnanjima pregovori između dužnika i kreditora se uvek odvijaju u senci stečajnih pravila. Dužnik ima na raspolaganju mogućnost otvaranja stečajne reorganizacije i usvajanje plana restrukturiranja dugova po pravilima koja su daleko povoljnija, a u reorganizaciji takvi planovi su obavezni za sve. Ovu činjenicu dužnik može u poravnanju da koristi kao verodostojnu pretnju i ključni pregovarački argument.

U restrukturiranju javnih obveznica, uspešno poravnanje obično unapređuje finansijsko stanje firme dužnika i povećava vrednost preostalih obveznica koje nisu predmet poravnanja. Pošto *tenderske ponude* i *ponude razmene* vlasnicima obveznica nude samo pravo učešća (a ne i obavezu), neki od njih biraju držanje po strani u uverenju da će vrednost njihovih postojećih potraživanja ostati veća od vrednosti onih koji učestvuju u poravnanju. Pošto se većina vlasnika obveznica suočava sa istim podsticajima, poravnanja su osuđena na neuspeh. Ovaj problem, donekle, može da se reši tako što dužnik povećava namirenje, većom vrednošću koja se nudi u ponudama razmene ili što većom cenom koja se nudi u tenderskim ponudama. Međutim, rešenje problema držanja po strani na ovaj način može da bude skupo i da eliminiše svu korist

koju može da generiše restrukturiranje dugova poravnanjem. Štaviše, visok stepen namirenja poverilaca najčešće ugrožava i izgled dužnika na ozdravljenje. Problem držanja po strani, opisan na primeru obveznica ima opšti karakter. On važi i u poravnanjima u kojima postoji dovoljno veliki broj poverilaca, a dugovi su privatni. To znači da poverioci mogu da budu banke i drugi poverioci.

U praksi, međutim, korporacije pribegavaju prinudnim tehnikama da bi rešile problem *ostajanja po strani* i da bi povećale izgled ponuda razmene. Prinudne tehnike impliciraju mogućnost da vlasnici obveznica koji ostanu po strani (odbiju ponudu) prođu lošije od onih koji učestvuju. Ponude razmene obično sadrže nove instrumente sa većim prioritetom i kraćim dospećem od starih. Postojeći vlasnici obveznica u takvim okolnostima prinuđeni su da prihvate ponudu razmene, jer odbijanje implicira da njihova potraživanja postanu subordinirana u odnosu na potraživanja po osnovu novih instrumenata. Mogućnost emisija novih instrumenata s većim prioritetom i kraćim dospećem u privatnim poravnanjima je, međutim, često ograničena restriktivnim klauzulama u ugovorima prilikom njihove emisije. Jedina uverljiva pretnja poveriocima zapravo jeste da će svi proći kroz dugotrajan i skup proces stečaja, u kome će se još manje namiriti, ako poravnanje propadne.

Druga prinudna tehnika rešavanja *holdout* problema jeste traženje saglasnosti za ukidanje restriktivnih klauzula (*covenants*) iz inicijalnih ugovora. Po zakonu, klauzule mogu da se menjaju ili ukinu samo izglasavanjem – prostom ili nadprosečnom većinom. Firma u finansijskim nevoljama zbog toga objavljuje ponudu razmene, ali je uslovljava i glasanjem za promenu koja se ogleda u ukidanju restriktivne klauzule, uz neophodnu većinu. Gubitak vrednosti za vlasnike obveznica koji ne učestvuju, po pravilu, je veći od koristi koju obezbeđuje ostajanje po strani. Prema tome, firme u nevoljama mogu koncipirati programe restrukturiranja dugova koji u isto vreme ukidaju restriktivne klauzule iz ugovora o emisiji obveznica i primoravaju na participaciju u tenderima ili u ponudama razmene.

Najzad, potencijalno rešenje *holdout* problema jeste i endogenizacija prepreke (*impediment*) u trenutku kada firma donosi inicijalnu odluku o strukturi kapitala. Haugen and Senbet (1988) su sugerisali da *holdout* problem može da se eliminiše jednostavnim inovacijama u ugovorima o emisijama obveznica. Jedna od mogućih inovacija jeste da se povereniku dodeljuje pravo da prihvati ili odbije *ponude razmene* u

ime svih vlasnika obveznica. Druga jeste da se uslovi iz ponuda učine obaveznim za sve vlasnike obveznica iz iste klase, ako je većina prihvatila ponudu. Treća inovacija jeste da se uvede kontinuelna *call* opcija koja omogućava firmi da otkupi obveznice po ceni iz poslednje trgovine. Ovi predlozi ukazuju na činjenicu da potencijalne prepreke uspešnom restrukturiranju dugova često predstavlja egzogeno data struktura dugova firme. Međutim, firme mogu da endogenizuju strukturu kapitala i instrumente finansiranja, da bi sprečile određene probleme u vezi sa finansijskim nevoljama i stečajem.

6.3.2. Asimetrične informacije

Asimetrične informacije postoje u transakcijama u kojima jedna strana zna više o pravoj vrednosti involvirane imovine od druge strane. U poslovnim finansijama uobičajena pretpostavka jeste da menadžeri raspolažu boljim informacijama o izgledima i vrednosti firme. Kada su posredi firme u finansijskim nevoljama, može se očekivati da rukovodstva kao insajderi i investitori kao autsajderi različito percipiraju njenu vrednost, upravo zbog asimetričnih informacija. Insajderi imaju i inherentni podsticaj da namerno potcenjuju vrednost firme kako bi u poravnanjima poveriocu prihvatili što veće smanjenje vrednosti svojih inicijalnih potraživanja.

Problem asimetričnih informacija upućuje da u ponudama reorganizacije javnog duga (ponudama razmene) mogu da se očekuju instrumenti sa kontingentnim (uslovnim) plaćanjem. Mogući razlog je što se buduće vrednosti instrumenata sa kontingentnim plaćanjima bolje prilagođavaju otkrivenim informacijama o istinskoj vrednosti firme. Postoje naravno finansijski instrumenti s različitim stepenom i formama kontingentnih/uslovnih plaćanja: od običnih akcija, preko varanata, kontingentnih vrednosnih prava, *call* odredbi, i dr. Stoga, Senbet i Wang (2012) ukazuju da razrešenje ovog problema podrazumeva složeniji poduhvat – dizajniranje primerenih instrumenata.

Giammarino (1989) je pokazao da u prisustvu asimetričnih informacija firme u nevoljama mogu da propuste ili da se odreknu neformalnog restrukturiranja dugova i da zbog toga snose značajne troškove stečaja u formalnoj reorganizaciji, da bi razrešile prezaduženost. To je zbog toga što je stečajnim reorganizacijama svojstvena značajna

sudska diskrecija. U uslovima asimetričnih informacija poveriocima je prihvatljiviji neizvestan ishod formalne reorganizacije od oslanjanja na obećanja koje dužnik nudi u poravnanjima. Zapravo, sudska diskrecija u stečajnoj reorganizaciji može da ublaži problem asimetričnih informacija i omogući restrukturiranje. Prema tome, Giammarino sugerše da postoje okolnosti u kojima je stečajna reorganizacija prihvatljivija alternativa uprkos tome što iziskuje veće troškove.

Brown at al. (1993) istraživali su kako problem asimetričnih informacija može da se reši izborom instrumenata koji se nude u restrukturiranju dugova. Pošli su od hipoteze da će u uslovima asimetričnih informacija firme sa negativnim privatnim informacijama (lošim izgledima) ponuditi u razmeni instrumente sa vrlo kontingentnim plaćanjem, poput akcija u zamenu za obveznice. Nasuprot njima, firme sa pozitivnim privatnim informacijama će ponuditi instrumente s najmanje kontingentnim plaćanjem, poput obezbeđenog duga. Dakle, u uslovima asimetričnih informacija, tržište precenjuje trajni kapital (akcije) firme sa lošim izgledima/informacijama (tip 1), a potcenjuje vrednost firmi sa dobrim privatnim informacijama/izgledima (tip 2). Stoga, firme tipa 1 imaju podsticaj da otkriju negativne informacije kako bi navele imaoce njihovih obveznica da prihvate malo namirenje u ponudi razmene. Firme tipa 2 nemaju podsticaje da simuliraju u procesu ponude jer bi potcenjenost njihovog trajnog kapitala vodila u separatnu ravnotežu (*separating equilibrium*). Naprotiv, ponudom trajnog kapitala privatnom kreditoru-banci, one prenose povoljne privatne informacije javnim poveriocima/vlasnicima obveznica. Svakako da će privatni kreditor prihvatiti subordinirani dug samo ako su izgledi dužnika izuzetno povoljni. Jednom rečju, teorija pokazuje kako izborom instrumenata u ponudama razmene može da se prevaziđe problem asimetričnih informacija i pospeši efikasno restrukturiranje dugova.

6.3.3. Konflikti interesa

Različiti planovi reorganizacije – bilo oni formalni ili neformalni – alociraju bogatstvo između različitih klasa poverilaca i vlasnika na različit način. Senbet i Wang (2012) zbog toga ističu da je pitanje raspodele bogatstva između učesnika u planovima reorganizacije, važno isto toliko kao i pitanje kako planovi određuju agregatnu vrednost (imovine) firmi u stečaju.

U toku procesa razrešenja finansijskih nevolja neophodna je procena *going concern* vrednosti firme, da bi se na osnovu nje odredilo namirenje za svaku klasu poverilaca. Rasprave o vrednosti firmi u nevoljama, međutim, impliciraju ne samo različite informacije zainteresovanih aktera nego i konfliktne interese različitih klasa poverilaca i vlasnika. Svaka klasa se suočava s podsticajem da pristrasno iskaže vrednost firme, i to zavisno od prioriteta svojih potraživanja. Neobezbeđeni poverioci favorizuju visoke vrednosti firme, pošto samo pri visokim vrednostima – uvažavajući prioritete namirenja – oni mogu računati na namirenje. Isto tako, pri visokim vrednostima njima pripada veći deo vrednosti preduzeća. Vlasnici su podstaknuti da favorizuju još veće vrednosti, jer njima preostaje deo tek kad se svi ostali namire, a to implicira velike vrednosti firme. Nasuprot njima, obezbeđeni poverioci imaju podsticaje da vrednost firme spuste što je više moguće, jer im to omogućava da zadrže veći deo njene vrednosti ako počne ponovo da dobro posluje.

Rukovodstva firmi, takođe, imaju svoje razloge da vrednost firme predstave pristrasno. Oni imaju podsticaje da vrednuju firmu iznad njene likvidacione vrednosti kada iskazuju svoje performanse, da bi sačuvali poslove, a ispod prave vrednosti, ako je veća od likvidacione vrednosti, jer se njihove performanse naknadno mere na osnovu te vrednosti.

Alokacija bogatstva između relevantnih aktera u neformalnim reorganizacijama duga u velikoj meri je rezultat pregovaračkog procesa. On implicira konflikte interesa, kao i formiranje koalicija kako bi se stekle prednosti u razrešenju finansijskih nevolja. Konflikti interesa neretko mogu da smanje efikasnost celog procesa restrukturiranja jer je pojava koalicija poverilaca koje tragaju za koncesijama redovna pojava; naravno, na račun učesnika koji nisu svrstani u koalicije.

Brown (1989) je istražio načine kako konflikti interesa između učesnika mogu kočiti razrešenje finansijskih problema u neformalnim reorganizacijama. Postoje dve vrste ovih konflikata: između klasa poverilaca i unutar klasa poverilaca. Konflikti između klasa nastaju iz jednostavnog razloga što se u svakom planu reorganizacije namirenje jedne klase poverilaca može povećati na račun drugih. Konflikti unutar klasa nastaju prilikom odlučivanja da li da se planovi prihvate ili da se ostane po strani. Ostajanje po strani predstavlja svojevrsnu slobodnu vožnju (*free ride*), ako na osnovu ustupaka drugih reorganizacija uspe. Konflikti interesa između aktera koji pripadaju

pojedininim klasama čine neformalne reorganizacije vrlo komplikovanim poduhvatima. Preciznije, privatne igre pregovaranja koje nisu strukturirane vode različitim ravnotežama među kojima najveći deo podrazumeva veliko rasipanje vrednosti.

Za razliku od poravnanja, formalne reorganizacije su strukturirane igre pregovaranja (*bargaining game*), i zbog toga generišu efikasnije ishode. Neki istraživači smatraju i da su prestrukturirane. Pravila pregovaranja i usvajanja planova reorganizacije su uređena zakonima. S tim u vezi, može se uočiti tendencija da se i poravnanja, kao nestrukturirane igre pregovaranja – strukturiraju. Rešenja u tom pravcu su vrlo različita. Jedno rešenje predstavljaju predstečajni postupci koji se velikim delom odigravaju u regulisanim okvirima, pred sudovima. Drugo rešenje čine pokušaji koordinacije aktivnosti dužnika i poverilaca u poravnanjima. Takvi pokušaji su *INSOL* i *Londonski pristup* i oni će biti detaljnije elaborirani.

Valja na kraju napomenuti, kao što to čine i Senbet and Wang (2012), da samo postojanje prepreka poravnanjima ne podiže troškove stečaja do nivoa do kojih se pretpostavlja u teoriji strukture kapitala. Preciznije, do nivoa koji je uporediv sa koristima koje obezbeđuje dug zbog poreskih ušteda. Uvek postoje načini da se ove prepreke ublaže ili čak eliminišu. Mogu se očekivati i inovacije u finansijskim ugovorima i strukturama kapitala firmi kako bi se endogenizovale potencijalne prepreke njihovom kasnijem restrukturiranju.

6.4. Empirijski nalazi u vezi sa poravnanjem

Potencijalne prepreke tržišnom razrešenju finansijskih nevolja su detaljno predstavljene. Od značaja jeste i koliki je empirijski značaj ovih prepreka i koje su njihove implikacije na izbor mehanizma razrešenja finansijskih nevolja, kao i na samu efikasnost. U brojnim studijama su ponuđeni odgovori na ova pitanja, i oni se prikazuju u nastavku.

Gilson et al.(1990) detaljno su prikazali podsticaje firmi u nevoljama na osnovu kojih su birale između privatnog restrukturiranja dugova i formalnog stečajnog postupka. Uzorak se sastojao od 169 firmi u nevoljama u reorganizaciji iz perioda od 1978. do 1987. godine. Njihov nalaz je bio da su privatne reorganizacije/poravnanja izglednije kada firme u nevolji imaju nekoliko klasa poverilaca i ako su firme bile više

oslonjene na bankarski/privatni nego na javni. I jednostavnija struktura kapitala i privatni dug impliciraju manje izražen *holdout* problem, kao i manju asimetričnost informacija. Privatne reorganizacije duga su izglednije i kada je imovina dužnika u većoj meri nematerijalna (*intangible*). Za takve firme neuspeh restrukturiranja dugova implicira znatan gubitak vrednosti, tj. gubitak *going concern* viška. To stvara jake podsticaje svim klasama poverilaca da nađu rešenje, kako bi se izbegli troškovi stečajne reorganizacije. Jednom rečju, autori ukazuju da i svojstva imovine kao i finansijske karakteristike firmi određuju izbor mehanizma reorganizacije – neformalnog ili formanog.

Chatterjee et al. (1995) empirijski su istraživali prirodu *holdout* problema i privatnih restrukturiranja dugova, kao i ulogu prinudnih taktika u njegovom prevazilaženju. Njihov uzorak je obuhvatio poravnanja iz perioda 1989. do 1992. godine. U uzorku su bile učestale saglasnosti za ukidanje klauzula (*exit consents*), i tenderske ponude (*tender offers*) i ponude razmene (*exchange offers*), s većim prioritetom i kraćim dospećem novih instrumenata u odnosu na prvobitne.

Autori su utvrdili da je 50% tenderskih i 33% ponuda razmene bilo praćeno saglasnošću ukidanja restriktivnih klauzula. Isto tako, 75% novih dugova je impliciralo povećanje senioriteta, a 27% kraće dospeće. Njihova analiza je pokazala da je *holdout* problem izraženiji kod tenderskih ponuda nego kod ponuda razmene. Saglasno ovom nalazu, autori su našli da u poređenju sa saglasnošću ukidanja klauzula u ponudama razmene, saglasnosti ukidanja u tenderskim ponudama – ne samo da obuhvataju veći broj klauzula, nego i veći udeo najrestriktivnijih klauzula. Oslanjanje na saglasnost ukidanja klauzula značajno povećava izgled uspeha tenderskih ponuda, što znači da pribegavanje prinudnim postupcima ublažava *holdout* problem. Ishodi restrukturiranja dugova i uticaj objave poravnanja na cene pojedinih instrumenata ukazali su da je pribegavanje prinudnim tehnikama bilo na korist vlasnicima (imaocima akcija), a da nije štetilo ni poveriocima (imaocima obveznica).

6.5. Principi dobrovoljnog spašavanja

Atraktivna svojstva poravnanja su podstakla veliki broj međunarodnih institucija (koje postavljaju standarde) da elaboriraju okvire za dobrovoljno spašavanje (*voluntary*

rescue frameworks) i da ih operacionalizuju. U tom smislu, od posebnog značaja su principi definisani u *INSOL International* kao i principi razvijeni u UK, poznati kao Londonski pristup (*London Approach*).

Principi razvijeni od strane *INSOL International* su nastali u težnji da se integriše praksa poravnanja u svetu i da se formalizuje na konzistentan način. Reč je, zapravo, o osam principa koji treba da se poštuju u svim poravnanjima, kako bi se povećali izgledi njihovog uspeha. Prvi od ovih principa jeste da relevantni kreditori dobrovoljno povremeno odustaju od realizacije svojih prava (*stand still*). Drugi princip jeste da nijedan od kreditora ne preduzima pojedinačne akcije, kako bi relativne pozicije ostale nepromenjene. Treći princip upućuje na to da ni dužnik ne sme preduzeti akcije koje bi narušile relativne pozicije kreditora. Četvrti princip jeste da u cilju ubrzanja procesa odlučivanja – ako je moguće i potrebno, treba formirati klase kreditora. Peti princip jeste da dužnik mora da obezbedi dovoljno vremena i sve potrebne informacije kreditorima, kako bi mogli meritorno da ocene predloge koji se nude. Šesti princip jeste da predlozi sporazuma o poravnanju moraju da se zasnivaju na postojećoj legislativi i relativnim pozicijama kreditora. Sedmi princip jeste da sve informacije treba učiniti dostupnim i tretirati ih kao poverljive. Napokon, osmi princip jeste da novi izvori finansiranja u poravnanju treba da imaju prioritetni status. Očito je da ovi principi imaju za cilj dostizanje jedne ravnotežne situacije, gde nijedna strana neće preduzeti individualne akcije, kao i slobodan tok informacija na osnovu kojih bi strane odlučivale bez bojazni pogoršanja svoje relativne pozicije.

Ovi principi mogu da se posmatraju i kao sporedan rezultat fenomena iz sredine 1970-tih godina, poznat kao *Londonski pristup*. To je period ozbiljne krize u UK. Da bi se sprečile likvidacije banaka i velikih preduzeća centralna banka je ohrabрила dobrovoljnu podršku firmama od strane kreditora. Oko 1990. ova praksa je postala poznata kao Londonski pristup. On nema ni legalnu osnovu, niti autorizaciju. Predstavlja samo neformalnu artikulaciju određene prakse koja je široko prihvaćena. Centralna banka u principu nije strana u neformalnim reorganizacijama po Londonskom pristupu, ali ponekad deluje kao medijator u konfliktima. Baird (1993) opisuje ovaj okvir kao kolektivnu osnovu kojom kreditori i dužnici prepoznaju pojedinačni i kolektivni rizik u određenom trenutku, i čuvaju tu ravnotežu posredstvom strategije otplate duga koja teži očuvanju biznisa.

6.6. Prednosti i nedostaci poravnanja

Adriaanse (2005) ističe da se neformalna reorganizacija dugova odvija u svetlu formalne reorganizacije, a u senci zakona (*in the shadow of the law*). Oni koji su involvirani u operacije spašavanja firmi uzimaju u razmatranje dobre i loše strane svih mogućnosti reorganizacije i tek nakon toga odlučuju da li otpočeti ili učestvovati u neformalnoj reorganizaciji. U poravnanjima zapravo ishodi skupljih formalnih postupaka služe kao pretnja poveriocima koji nisu spremni da učestvuju. Poveriocima se predočava namirenje u poravnanju kao superiorno u odnosu na namirenje u stečaju. Ako nisu spremni na poravnanje, čeka ih još gori ishod u stečaju. Najprirodnije poređenje neformalne reorganizacije jeste sa formalnom. U nastavku se najpre iznose prednosti, a potom i nedostaci neformalne u odnosu na formalnu reorganizaciju.

Fleksibilnost je prva prednost neformalne reorganizacije. Zapravo, ovu prednost određuje njen neformalni karakter. Proces neformalne reorganizacije je manje rigidan u poređenju sa propisanim procedurama formalne reorganizacije. Preduzeća mogu lako postići uzajamne sporazume sa svojim poveriocima, kako vezane za restrukturiranje poslovnih operacija tako i za finansijsko restrukturiranje, jer u tome nisu ograničeni strogim legalnim okvirima i uplivom sudova u formalni proces.

Odsustvo javnosti je druga prednost neformalne reorganizacije, jer se ona odvija „u tišini“. Sasvim je suprotno s formalnim reorganizacijama koje su u javnom domenu, a to znači da se o njima intenzivno raspravlja. Kao rezultat javnosti dobavljači, finansijeri i potencijalni klijenti prilaze firmi u formalnoj reorganizaciji s pojačanom rezervom, koja može da implicira odbijanje novih ugovora ili njihovo sklapanje pod strožim uslovima.

Kontrola je još jedna od prednosti neformalne reorganizacije. Rukovodstvo, naime, tokom neformalne reorganizacije zadržava kontrolu u preduzeću, a to znači da može da ga vodi samostalno. U ovom postupku nema ni upravnika, ni sudija, a donekle ni izvršitelja, ako pregovori imaju povoljan tok. Sama ova činjenica implicira manje troškove i veće namirenje za sve. Pored toga, u neformalnoj reorganizaciji akteri sami određuju njen tok i ishod.

Jedna od mana neformalne reorganizacije ogleda se u tome što sa otpuštanjem radnika treba da se postupa po važećem radnom zakonodavstvu. To nije slučaj u

formalnim stečajnim postupcima koji omogućavaju raskid ugovora o radu i prevaljivanje troškova otpuštanja na institucije osiguranja od nezaposlenosti.

Manu neformalne reorganizacije predstavlja i nemogućnost raskida drugih komercijalnih ugovora, poput onih vezanih za rentiranje, lizing i dr., bez saglasnosti druge strane. To opet nije slučaj u formalnim reorganizacijama koje omogućavaju raskid ugovora nepovoljnih po dužnika. Upravo zbog nemogućnosti raskida ugovora, vrlo često se pribegava formalnoj reorganizaciji.

Napokon, najveći nedostatak neformalne reorganizacije jeste neophodna saglasnost svih ili velike većine poverilaca, kao preduslov sporazuma o poravnanju. To je različito nego u formalnoj reorganizaciji gde se planovi usvajaju samo s kvalifikovanom većinom. Nekooperativni poverioci mogu blokirati neformalnu reorganizaciju. U nekim legislativama postoje rešenja za ovaj problema, ali odgovarajući postupci znatno odugovlače proces; time ona dobija i javni karakter, a krajni ishod zavisi od sudske presude.

7. UNAPRED PRIPREMLJENI PLANOWI REORGANIZACIJE (UPPR)

Postojanje ozbiljnih prepreka privatnim aranžmanima restrukturiranja dugova i troškovi koji prate formalne stečajne postupke su otvorili perspektivu jednom novom aranžmanu restrukturiranja dugova. To su unapred pripremljeni planovi reorganizacije koji mogu da budu ekonomski superiorni kako u odnosu na neformalna poravnanja tako i u odnosu na tradicionalnu stečajnu reorganizaciju.

Stečajni zakon SAD omogućava firmama u finansijskim nevoljama da istovremeno upute zahtev za pokretanje stečaja i plan reorganizacije usaglašen sa poveriocima (koji su oni unapred prihvatili). Unapred pripremljene (*prepackaged*) i unapred dogovorene (*pre-negotiated*) stečajne reorganizacije omogućavaju firmama da kombinuju troškovne prednosti neformalnih poravnanja s nekim prednostima koje nude formalni stečajni postupci. Recimo, manje strogi zahtevi izglasavanja planova reorganizacije u odnosu na poravnanja, mogu da se koriste da bi se poverioci primorali na prihvatanje uslova plana. To omogućava podnosiocu unapred pripremljenog plana da prevazilazi *holdout* problem koji je prisutan u privatnim poravnanjima. Prednosti ovog

aranžmana, u velikoj meri, objašnjavaju njegovu popularnost svugde gde je uveden kao realna alternativa.

7.1. Hibridna priroda postupka

Kada dužnik u poravnanju uspe da obezbedi saglasnost poverilaca koja je potrebna za usvajanje plana formalne reorganizacije, za njega je probitačno da izdesjtuje da se takav plan izglasa kao plan reorganizacije i da ga uz zahtev za pokretanje stečaja preda sudu. Ako je validno izglasan, postižu se dva cilja. Najpre, takav plan postaje obavezan i za poverioce koji su u poravnanju bili nesaglasni. Potom, svi učesnici brzo izglasane stečajne reorganizacije uživaju i njene prednosti koje garantuje stečajna legislativa. Gornje obrazloženje sadrži bitne elemente i razloge postojanja unapred pripremljene stečajne reorganizacije, kao novog postupka sa dvojnog prirodom.

Unapred pripremljena reorganizacija je, zapravo, model koji kombinuje prednosti dva postupka, jednog neformalnog i jednog formalnog – poravnanja i stečajne reorganizacije, a isključuje njihove mane. Reč je o hibridnom postupku, pošto ga karakteriše i neformalni i formalni karakter. Suština ovih postupaka jeste da započeta neformalna reorganizacija dugova završava formalnim postupkom kojim se potvrđuju detalji sporazuma o poravnanju. Prema tome, u unapred pripremljenom stečaju inicijalni korak je neformalna reorganizacija, a finalni je formalna reorganizacija.

Unapred pripremljeni stečaj može da se posmatra kao formalno proširenje neformalnog poravnanja. Mnogim firmama koje nemaju sve uslove za uspešno poravnanje, regulativa izglasavanja reorganizacije otvara mogućnost za restrukturiranje dugova. Ako dosegnu većinu potrebnu za usvajanje plana reorganizacije, uz zahtev za pokretanje stečaja, takve firme podnose i usvojen plan reorganizacije. I pošto je većina poverilaca izglasala plan reorganizacije, pre pokretanja stečaja, on se smatra usvojenim. Stečaj se prekida, a nastavlja se izvršenje bitnih elemenata plana. Vreme i novac koji se inače troše u stečajnoj reorganizaciji, time se svode na minimum. Unapred pripremljeni stečaj doprinosi izbegavanju drugih pregovora posle podnošenja zahteva za pokretanjem stečaja, koji se umesto u formalnom postupku pred sudom obavljaju neformalno. A segment stečajne reorganizacije koji se obavlja pred sudom je ne samo najskuplji nego i

najosetljiviji – ne samo zbog toga što reorganizacije impliciraju, po pravilu, veliki broj poverilaca, nego i zbog toga što su ovi pregovori posredovani. Najzad, unapred pripremljeni stečaj skraćuje i period od početka inicijalnih dogovora o planovima reorganizacije pa do postizanja saglasnosti o njihovoj sadržini i njihovog usvajanja. A u ovom periodu se zapravo i obavljaju ključni pregovori.

Treba razlikovati unapred pripremljeni stečaj, od unapred dogovorenog stečaja. Unapred pripremljeni planovi reorganizacije izglasavaju se po svim pravilima stečajne reorganizacije pre pokretanje stečaja, i zbog toga se po podnošenju zahteva za pokretanje stečaja samo potvrđuje njihovo usvajanje. Nakon potvrđivanja od strane sudije, stečajni postupak se obustavlja. Nasuprot tome, unapred dogovoreni plan reorganizacije je samo načelno dogovoren sa potrebnom većinom poverilaca za izglasavanje. Po podnošenju zahteva za pokretanjem stečaja, plan se ubrzo i izglasava pošto je već dogovoren, i time se izbegava komplikovani pregovarački proces stečajne reorganizacije. Pošto je prvi model efektivniji, on se češće i primenjuje.

7.2. Ekonomske koristi od UPPR

Ključna obeležja unapred pripremljenog stečaja su ona koja učesnicima postupka obezbeđuju koristi. Dva su takva obeležja. Jedno je efektivno rešenje *holdout* problema. Drugo su poreske koristi.

Unapred pripremljeni stečaj rešava efikasno *holdout* problem. Ako se ponuda poravnjanja izglasa sa više od polovine po broju i dve trećine po vrednosti u svim klasama poverilaca, ona se smatra prihvaćenom kao plan reorganizacije. Takvo poravnanje kada se formalizuje kao plan reorganizacije postaje obavezujuće za sve poverioce, pa i za nesaglasne koji bi mogli da blokiraju neformalno poravnanje. *Holdout* problem u SAD je još više zaoštren jednom sudskom presudom iz 1990. godine sa dalekosežnim implikacijama. Pre pokretanja stečaja 1986. godine, LTV je postiglo poravnanje sa delom poverilaca o razmeni obveznica (isto) za obveznice, ali znatno manje tržišne vrednosti od njihove prvobitne nominalne vrednosti. Sud je presudio, naknadno, da su poverioci koji su takvu razmenu prihvatili u stečaju mogli da prijavljuju samo potraživanja do nivoa nove/nije vrednosti obveznica. Da je u ovom slučaju primenjen unapred pripremljeni stečaj, poravnanje bi moglo da bude prinudno

za sve poverioce, i relativne vrednosti svih potraživanja bi bile zadržane. Međutim, posle ove presude i tumačenja sadržanog u njoj, znatno veći broj poverilaca odbija neformalne ponude poravnanja, jer bi one dovele do razvodnjavanja njihovih potraživanja u eventualnim kasnijim stečajevima. Zbog ovog zaoštavanja *holdout* problema, uslovljenog jednim sudskim presedanom, koji u *common law* sistemima ima veliku težinu, unapred pripremljeni stečaj dodatno dobija na značaju.

Pored *holdout* problema, unapred pripremljeni stečaj rešava i problem izrazito visokog stepena saglasnosti koje poravnanje svojom prirodom podrazumeva. Ako visok stepen saglasnosti nije propisan legislativom, kao u slučaju reprogramiranja javnih dugova, on se nameće sam po sebi. Naime, da bi restrukturiranje dugova imalo signifikantan efekat, ono mora da bude prihvaćeno od izrazito velike većine poverilaca. Ako to nije slučaj, reprogram će biti tek neznatnog obima i neće obezbediti ozdravljenje dužnika. Ili bi trebalo da implicira znatno viši stepen otpisa dugova od strane dela poverilaca kojima je plan prihvatljiv. Međutim, to dodatno zaoštava *holdout* problem, i otvara problem svojevrsne diskriminacije između poverilaca. Svođenjem potrebne većine na nivo nužan za usvajanje planova reorganizacije, znatno se povećavaju izgledi da se započeta poravnanja i ostvare u unapred pripremljenom stečaju.

Poreske koristi su druga važna odrednica unapred pripremljenog stečaja. Poreske uštede podstiču dužnike koji bi problem svoje zaduženosti rešili poravnanjem, da pokrenu unapred pripremljen stečaj. U ovom kontekstu od značaja su dva segmenta poreskih sistema.

Prvi, neto operativni gubici imaju drugačiji poreski tretman u stečaju nego u poravnanju. U neformalnom poravnanju ako poverioci razmenjuju svoja potraživanja za trajni kapital, pri čemu stari vlasnici trajnog kapitala drže manje od 50% njihovog ranijeg učešća, preduzeće gubi svoj neto operativni gubitak za poreske svrhe. Za firme koje su akumulirale gubitke u dužem periodu, gubitak ovih pogodnosti (*carryforwards*) ima značajan uticaj na buduće tokove gotovine. U stečajnoj reorganizaciji, nasuprot tome, firma ne gubi ovu pogodnost; i zbog toga ima razlog da pokrene stečaj, kako bi se neto operativni gubici sačuvali. Pogodnost se može zadržati i u poravnanju, ako se firma od strane suda proglasi insolventnom, ali je to u praksi vrlo komplikovan i neizvestan poduhvat. Firma se smatra legalno nesolventnom ako je tržišna vrednost njene imovine manja od nominalne vrednosti njenih dugova.

Drugi segment poreskog sistema koji favorizuje stečaj u odnosu na poravnanje jeste segment koji tretira otpis dugova (*concellation of indebtedness*). Ako se u poravnanju dug sa nominalnom vrednošću od, na primer, milion \$ zamenjuje dugom s nominalnom vrednošću od svega pola miliona \$, otpis duga od pola miliona \$ smatra se dohotkom u poreske svrhe. Ako bi se takva razmena desila van stečaja, ona bi stvorila poresku obavezu. Saglasno tome, isključenje imputiranog dohotka od smanjene zaduženosti kao poreske osnovice u stečaju, predstavlja moćan podsticaj firmama da po postignutim poravnanjima pokrenu i formalni postupak preko unapred pripremljene reorganizacije.

Teza o privatizaciji stečaja i domet unapred pripremljenog stečaja

Da bi unapred pripremljeni stečaj imao realne izgleda za primenu u praksi, dužnik mora da je u poziciji da van suda postigne pogodbu sa značajnim delom kreditora. Ali ovaj oblik reorganizacije dugova ne može da se nametne svim poveriocima, jer uvek ima onih koji nisu saglasni. Međutim, sama mogućnost nametanja poravnanja reorganizacijom, povećava broj poverilaca koji će i bez njenog formalnog usvajanja prihvatiti poravnanje. Ovaj razvoj događaja je anticipiran u finansijskoj literaturi. Jensen (1989) je, naime, nagovestio *privatizaciju* stečaja, odnosno tendenciju da se prezaduženost i stečaj sve više rešavaju u privatnim aranžmanima. Saglasno ovom shvatanju, poravnanja će zameniti stečaj – iz prostog razloga što poravnanja manje koštaju od formalnih stečajnih postupaka. Naravno, pod pretpostavkom da tome na put ne budu stajale velike poreske i legalne prepreke.

U literaturi se navode četiri odrednice uspeha unapred pripremljenih planova reorganizacije. Jednu odrednicu predstavlja sposobnost rukovodstva da realistično oceni i proceni finansijske probleme firme. Druga odrednica je spremnost rukovodstva da obezbedi potrebne profesionalne usluge za pripremu plana reorganizacije. Treća odrednica je formulacija realne strategije izlaza iz krize. Najzad, četvrta je formulacija biznis plana koji je prihvatljiv za većinu učesnika postupka, a koji su spremni da ispregovaraju unapred pripremljeni plan reorganizacije.

Unapred pripremljeni stečaj u praksi ima samo ograničeni domet. On nije od velike koristi u rešavanju kompleksnih slučajeva sa sporovima koji impliciraju parnice kao ni između grupa kreditora sa oštro suprotstavljenim interesima. Takve slučajeve

rešava tradicionalna stečajna reorganizacija. Isto tako, unapred pripremljeni stečaj nije pogodan ni za slučajeve koje karakteriše veliki broj poverilaca.

7.3. Dobre i loše strane UPPR

Smatra se da unapred pripremljeni stečaj ima prednosti kako u odnosu na standardnu, tako i u odnosu na neformalnu reorganizaciju koja se odvija van sudova. Ipak, glavna prednost unapred pripremljenog stečaja je ta što formalni segment postupka omogućava da se zabrana izvršenja i namirenja obezbeđuje brzo i na sasvim siguran način. Time dužnik rešava problem svoje prezaduženosti uz obezbeđen kontinuitet poslovanja kao isti legalni entitet.

Jedna od prednosti unapred pripremljenog stečaja jeste i to što dužnik pregovore o poravnanju počinje neformalno s poveriocima koje sam bira. Postupak omogućava postizanje sporazuma koji zadovoljava dužnika i većinu poverilaca, a zatim se formalni postupak koristi da se taj sporazum najpre usvoji, a potom i sprovede. Postupak ima preimućstvo u tome što relativizira moć manjinskih grupa nesaglasnih poverilaca – kako u blokiranju rešenja, tako i u odugovlačenju postupka, koje često služi kao sredstvo cenkanja.

Problem insolventnosti u unapred pripremljenom stečaju može da se reši brže, a time i jeftinije. Precizno definisana strategija izlaza minimizira vreme koje je potrebno da dužnik bude u stečajnoj reorganizaciji, a time se povećavaju i izgledi da dužnik uspešno prođe i proces ozdravljenja. Naravno, pod uslovom da pre pokretanja stečaja obelodani tačno stanje svojih finansija. Unapred pripremljeni stečaj omogućava dužniku da vodi pregovore o restrukturiranju van stečaja i time smanji troškove i konflikte između svih strana koji su svojstvo dugog procesa stečajne reorganizacije.

Pored nespornih prednosti, unapred pripremljeni stečaj ima i svoje mane. Proces traženja saglasnosti pruža poveriocima priliku da izvrše preventivni udar na imovinu dužnika, u anticipaciji opšte zabrane izvršenja i namirenja. Štaviše, u većoj meri nego u neformalnoj reorganizaciji, unapred pripremljeni stečaj obznanjuje finansijske probleme dužnika naširoko i time povećava izgleda da biznis završi u rukama konkurenata ili drugih zainteresovanih aktera.

Prilikom procene prednosti i mana unapred pripremljenog stečaja od velikog značaja mogu da budu i proceduralni rizici. Sud, naime, može da proceni da obelodanjeni izveštaji (*disclosure statement*), koji su obavezni dodatak plana reorganizacije, nisu u nečemu adekvatni. To podrazumeva njihovo povlačenje i ponovnu distribuciju, kao i ponovno usvajanje plana i njegovu potvrdu, što iziskuje dodatno vreme.

Često se ističe da u unapred pripremljenim reorganizacijama neke grupe poverilaca imaju bolji tretman nego druge. U stečajnom zakonodavstvu, naime, važi princip da slični poverioci treba da imaju sličan tretman. Ali u unapred pripremljenim reorganizacijama do odstupanja od ovog principa dolazi zbog toga što su pregovori tajni, a dužnik može da bira partnere za pregovaranje po svojoj volji. Nasuprot tome, u redovnoj stečajnoj reorganizaciji ovaj problem nije relevantan jer je proces pregovaranja otvoren za sve poverioce, i pod budnim je okom stečajnih sudija i predstavnika svih klasa poverilaca.

U empirijskim istraživanjima je utvrđeno i da dužnici koji praktikuju unapred pripremljene reorganizacije imaju veću sklonost da ih sprovedu u sudovima koji su poznati kao permisivni. Fenomen se naziva i *kupovina foruma* (*forum shopping*) zbog sklonosti da se stečaj pokrene u sudovima koji nisu na teritoriji gde je sedište dužnika i koji su poznati po tome što udovoljavaju zahtevima stranaka. U SAD, kao takvi, su poznati Manhatan južni distrikt New Yorka i Delawer. Pojedini posmatrači tumače *forum shopping* kao opšte dobro u smislu da su se takvi stečajni sudovi specijalizovali za unapred pripremljene reorganizacije. Međutim, podaci ukazuju da oni ne procesuiraju postupke brže nego ostali sudovi. Drugi posmatrači zbog toga smatraju da je stvarni razlog čestog izbora ovih sudova tzv. *pazar sudija* (*shopping for judge*) – pokušaj obezbeđenja poželjnih sudija u izabranim sudovima i izbegavanje sudija iz vlastitog distrikta.

Napokon, utvrđena je i sklonost ponovnog ulaska u finansijske probleme i u slučajevima koji su vođeni kao unapred pripremljeni planovi reorganizacije. To i nije iznenađenje ako se u obzir uzme dinamika procesa ovog hibridnog postupka. Naime, vrlo često se dešava da dužnik sa grupom poverilaca formuliše *pre-pack* uvažavajući vlastite interese, a na štetu ostalih poverilaca, u nameri da se obezbedi što brži izlaz iz stečaja. Takve planove sudovi nisu u stanju da procene, ni njihovu ekonomsku

koherenciju, ni izvodljivost, niti imaju jasne ingerencije da ih ne potvrde. Zbog toga, oni vrlo često i ne mogu da se sprovedu u delo, što otvara potrebu za ponovnim otvaranjem stečaja. Ista se stvar dešava i kada permisivni sudovi potvrđuju opskurne planove.

7.4. Izbor između UPPR, poravnanja i reorganizacije

Na ovom mestu valja odgovoriti na pitanje kako firme kada se nađu u finansijskim teškoćama biraju između unapred pripremljenog stečaja, poravnanja i standardne reorganizacije kao tri alternative koje im stoje na raspolaganju. U literaturi postoji nekoliko hipoteza kojima se pokušava objasniti ovaj izbor. Jedna hipoteza jeste da ovaj izbor određuju performanse i likvidnost preduzeća dužnika. Druga hipoteza jeste da metod restrukturiranja određuje struktura kapitala preduzeća/dužnika. Najzad, treća hipoteza je da rukovodstva – okrenuta sebi, biraju metod restrukturiranja koji najviše zadovoljava njihove interese. Empirijska istraživanja daju ipak najpreciznije odgovore na ovo pitanje.

Empirijska istraživanja problema kako firme biraju između raspoloživih metoda restrukturiranja su retka. Jedna od najuticajnijih studija u ovoj oblasti je ona koju su sprovedli Chatterjee et al. (1996). Oni su *cross section* analizom istražili karakteristike firmi koje biraju između tri metoda restrukturiranja, a njihova hipoteza je bila da odluka zavisi od likvidnosti firme, stepena zaduženosti, nivoa ekonomskih nevolja i složenosti koordinacionog problema sa poveriocima. Uzorak je obuhvatao firme koje su prošle restrukturiranje unapred pripremljenim stečajem, poravnanjem i tradicionalnom reorganizacijom u periodu 1989-1992.

Autori su utvrdili da su firme koje su koristile unapred pripremljeni stečaj imale znatno veći ratio dospelih dugova prema ukupnoj imovini u godini koja je prethodila podnošenju zahteva za pokretanjem reorganizacije od firmi koje su restrukturirane tradicionalnom reorganizacijom. Njihova mera tekućih dospelih dugova uključuje vrednost zajmova po kojima je obustavljeno plaćanje, a ne i obaveze koje još nisu dospеле. Isto tako, Chatterjee et al. (1996) ustanovili su da su firme u reorganizaciji imale značajno niži ratio ukupnih obaveza prema ukupnoj imovini u odnosu na firme u unapred pripremljenim stečajevima i firme u poravnanjima. Firme u poravnanju su imale značajno veće učešće dugoročnih dugova od firmi koje su koristile alternativne metode restrukturiranja.

Autori su merili nivo ekonomskih nevolja kao odnos prinosa i ukupne imovine i utvrdili da su firme u tradicionalnoj reorganizaciji bile u daleko većoj ekonomskoj nevolji od firmi koje su koristile unapred pripremljeni stečaj, a ove u daleko većoj ekonomskoj nevolji od firmi koje su restrukturirane poravnanjem. Oni su pronašli i da firme visokog kvaliteta biraju vansudsko restrukturiranje, one lošijeg kvaliteta tradicionalnu reorganizaciju, dok unapred pripremljeni stečaj biraju firme osrednjeg kvaliteta. Saglasno hipotezi da veća proporcija kredita dobavljača pogoršava dužnikov koordinacioni problem, firme u reorganizaciji su imale znatno veće učešće kredita dobavljača od firmi koje su koristile alternativne modele restrukturiranja. Firme u tradicionalnoj reorganizaciji su imale značajno veće učešće bankarskih dugova prema dugoročnim dugovima nego firme u poravnanju ili unapred pripremljenom stečaju.

Jedno takvo istraživanje sproveo je i Yost (2002), na uzorku od 174 firmi koje su ispoljile značajan pad prihoda u trogodišnjem periodu, što je rezultiralo finansijskim nevoljama. Ove firme su otpočele restrukturiranje u periodu između 1988. i 1999. godine. Kao i u većini drugih empirijskih istraživanja, uzorak sačinjavaju firme iz SAD.

Rezultati ove studije pokazuju da performanse firmi imaju primarnu determinantu u izboru između alternativnih metoda restrukturiranja. Regresionom analizom autor je utvrdio da firme s većim odnosom operativnog dohotka prema ukupnoj imovini imaju veću sklonost restrukturiranja vansudskim poravnanjima nego stečajnom reorganizacijom. Utvrđeno je i da firme iz industrija sa višim odnosom tržišne prema knjigovodstvenoj vrednosti imovine (*Tobin Q*), takođe pokazuju veću sklonost restrukturiranja poravnanjima, nego stečajnom reorganizacijom. Tobinov Q koeficijent je mera razvojnih opcija preduzeća. Isto tako, utvrđeno je i da firme koje se restrukturiraju unapred pripremljenim stečajem imaju bolje performanse, merene odnosom operativnog dohotka prema imovini; ali ove firme, po pravilu, bile su iz industrija koje su ispoljile značajan pad tržišne u odnosu na knjigovodstvenu vrednost imovine, što je mera njihovih investicionih oportuniteta.

Istraživanje je pokazalo i da je struktura kapitala važna determinanta u izboru alternativnih metoda restrukturiranja, ali ne na način kako se to čini na prvi pogled. Firme koje su restrukturirane vansudski su imale značajno veći nivo dugoročnih dugova prema ukupnoj imovini, kao i značajno veći rast ovog pokazatelja u dve godine koje su prethodile restrukturiranju. Koristeći odnos broja dugoročnih ugovora o kreditima i ukupnih obaveza

kao meru izgleda da će se dužnik suočiti sa problemima koordinacije poverilaca i njihovog neprihvatanja (*holdout*) ponuda poravnanja, utvrđeno je da firme koje se suočavale sa ovim preprekama nisu ispoljile veću sklonost restrukturiranja van sudova.

Najzad, istraživanje je pokazalo da mehanizmi kontrole rukovodstva i podsticaji sa kojima se oni suočavaju nemaju veliki uticaj na izbor metode restrukturiranja. To govori da se mogu naći dokazi da rukovodstva ipak biraju metode restrukturiranja koje za firmu podrazumevaju najmanje troškove, a ne deluju (ili nisu u poziciji da deluju) u svom interesu. Ovaj nalaz nije saglasan sa idejom da efikasniji monitoring rukovodstva i usklađivanje njihovih interesa sa interesima vlasnika (posedom akcija) smanjuje verovatnoću da rukovodstva biraju stečajnu reorganizaciju. Nesporno je, naime, da je reorganizacija alternativa restrukturiranja sa najvećim troškovima: kako zbog direktnih legalnih troškova tako i zbog prerogativa koje pruža rukovodstvima.

8. AKVIZICIJE U STEČAJU

8.1. Akvizicije pre stečaja

Preuzimanje (*acquisition*) nastaje kada jedna kompanija kupi drugu ili preciznije kada stekne kontrolni svojinski interes u drugoj firmi. To može da bude na legalnom entitetu, u legalnom zavisnom društvu, ili na određenoj imovini druge firme poput pogona. Za razliku od preuzimanja – integracija podrazumeva spajanje na ravnopravnoj osnovi. Akvizicija može da podrazumeva kupovinu imovine ili deonice druge firme, pri čemu preuzeta firma može da postoji kao zavisni entitet. Da bi preuzimanje stvorilo vrednost, ono treba da obezbeđuje vlasnicima nešto što nisu imali, niti bi imali kao vlasnici dva posebna entiteta. Anticipirane ekonomske koristi od preuzimanja se mogu karakterisati kao sinergije. Postoje brojni izvori sinergije, koji se u nastavku izlaganja detaljnije razrađuju.

Ekonomije obima i opsega. Vrednost u preuzimanju mogu da stvaraju ponajpre ekonomije obima. Administrativni troškovi uključujući troškove računovodstva, obrade podataka, nagrade rukovodstva i sl., mogu pasti u odnosu na prihode, kao rezultat deobe ovih resursa nakon preuzimanja. Deoba resursa može dovesti i do povećanja produktivnosti. Ako jedna firma preuzima drugu sa različitim kanalima distribucije,

distributer jedne grupe proizvoda može posle preuzimanja distribuirati i drugu grupu proizvoda, a svoje proizvode novim kanalima, čime se povećava ukupan obim prodaje.

Poreske uštede. Vrednosti u preuzimanju mogu da stvore i poreske uštede. To je slučaj sa firmama koja su poslovale sa gubitkom i tako generisale poreska oslobađanja, ali nemaju dovoljan prinos da mogu iskoristiti takve poreske pogodnosti jer se operativni gubici mogu prenesti. Posledično, poreska oslobađanja koje firma ne može da iskoristi i koja bi propala, preuzimanjem od strane firme sa dovoljno prinosa – mogu da se aktiviraju. Pored toga, preuzimanjem se deo neotpisane imovine može aktivirati čime se povećava amortizacija, a ona smanjuje dobit i poreske obaveze.

Neiskorišćeni kreditni potencijal. Neke firme naprosto ne koriste vlastiti kreditni kapacitet. Ako se preuzme takva firma, novi entitet može da poveća stepen zaduženosti i ostvari koristi od dodatne zaduženosti u obliku poreskih ušteda.

Komplementarnost u likvidnosti. Vrednost može da stvori i kombinacija velike gotovine akvizitera i nelikvidnog targeta. To naročito dolazi do izražaja kada je target za preuzimanje mala firma ograničenog pristupa tržištu kapitala. Po preuzimanju mogu se finansirati i oni projekti sa pozitivnom neto sadašnjom vrednošću, koji pre preuzimanja ne bi mogli da se preduzmu u segmentu koji je bio nelikvidan.

Smanjenje troškova stečaja. Vrednost može da generiše i diversifikacija, koja smanjuje izgledе finansijskih nevolja i stečaja. Direktni i indirektni troškovi koje izazivaju finansijske nevolje i stečaj će biti detaljno elaborirani. Ako akvizicije smanjuju izgledе stečaja, one stvaraju vrednost. Zato i nije iznenađenje da firme koje dospevaju u finansijske probleme traže nekoga ko će ih preuzeti kao *going concern*. Ako se preuzimanje ili integracija desi, izbegava se stečaj i svi troškovi koje on podrazumeva. Zapravo, ako se sprovode akvizicije i/ili integracije stečaj se ne pokreće. Prilikom akvizicija i integracija firme koje se preuzimaju, po pravilu, rešavaju svoje probleme i ne dospeju u teško finansijsko stanje, kao kada ulaze u stečaj.

Većina preuzimanja (i integracija) su prijateljska. To znači da se rukovodstvo i vlasnici ciljnog preduzeća sa preuzimanjem – saglašavaju. Akvizicije su specifične transakcije u kojima se plaćanje vrši u gotovini ili u akcijama firme koja preuzima. U prvom slučaju preuzimanje se vrši gotovinskom ponudom (*cash offer*), a u drugom kapitalnom ponudom (*stock offer*). Uobičajeni metod sprovođenja preuzimanja je tenderska ponuda, kojom se deoničarima ciljnog društva za deonice kojima raspolazu

nudi gotovina ili deonice firme koja preuzima. Sprovedenje ponude za preuzimanje može da bude uslovljeno dovoljnim paketom deonica za uspostavljanje kontrole. U transakcijama poznatim kao *leveraged buyout* (LBO), kupac finansira preuzimanje zaduživanjem, a odgovarajući instrumenti su najčešće visokoprosne i rizične obveznice. LBO firmama obično prestaje da se trguje javno i postaju zatvorena društva. U transakcijama poznatim kao *management buyout* (MBO) samo rukovodstvo je kupac.

Stečaj je samo jedan od mogućih, među brojnim načinima da firma izađe sa tržišta. Među drugim načinima najveći značaj imaju akvizicije i integracije. Prema podacima koje iznose M. Frank i V. Goyal (2008) u SAD, akvizicije i integracije obuhvataju više od polovine izlazaka sa tržišta. To znači da u tržišnim privredama akvizicije i integracije su učestaliji oblik izlaska sa tržišta od stečaja i likvidacija. U ovom kontekstu likvidacija nema značenje stečajne likvidacije, nego podrazumeva voljno gašenje firme od strane vlasnika zbog prestanka razloga njenog postojanja.

Po ulasku u finansijske nevolje same firme počinju da tragaju za zdravim entitetima koji bi mogli da ih preuzmu. Istovremeno se pojačava i interes u suprotnom pravcu – zdrave firme prate potencijalne targete za preuzimanje. U ovom traganju od ekonomskog značaja su sve odrednice. To su sinergije i cene po kojima su moguća preuzimanja. Kod firmi koje su već u finansijskim nevoljama sinergije su po pravilu veće nego kod zdravih preduzeća i to iz prostog razloga što takva preduzeća zbog loših poslovnih rezultata i zbog finansijskih ograničenja nisu bila u poziciji da iskoriste raspoložive oportunitete; stoga oni ostaju otvoreni u eventualnom preuzimanju. I cene preuzimanja takvih firmi su povoljne. Firme koje preuzimaju za njih ne moraju da plate visoke premije preko fundamenata, naprotiv. Još jedan faktor olakšava takva preuzimanja – činjenica da ne treba izdvojiti velike iznose gotovine. Ako se preuzimanja obavljaju gotovinskim ponudama, cene su niske, jer obaveze preuzima akviziter. U slučaju kapitalnih ponuda gotovina nije uopšte potrebna. Najzad, i sekvencioniranje vrednosti doprinosi lakoći preuzimanja. Naime, sinergije su dostupne odmah po preuzimanju i one generišu vrednost iz koje se može platiti preuzimanje ili servisirati preostali dugovi.

8.2. Akvizicije u stečajnoj reorganizaciji

Do akvizicija dolazi vrlo često i u stečaju, i to u stečajnoj reorganizaciji. U ovom kontekstu se nameće nekoliko interesantnih pitanja o tome kako proces akvizicije funkcioniše u stečaju. Prvo pitanje jeste da li postojeća struktura stečajne reorganizacije predstavlja prepreku akvizicijama. S tim u bliskoj vezi je i pitanje da li asimetrične informacije između učesnika predstavljaju smetnju akvizicijama. Drugo važno ekonomsko pitanje jeste da li akvizicije u stečaju stvaraju vrednost. U daljoj analizi problem akvizicija u stečaju se elaborira na institucionalnim okvirima Poglavlja 11 Stečajnog zakonika SAD, kao i na empirijskoj podlozi uzorka akvizicija u SAD, jer su to jedini raspoloživi analitički materijali.

Postoje dva načina kako se u stečajnoj reorganizaciji može prodati suštinski celokupna imovina dužnika. Jedan način je prodaja po Odeljku 363 Stečajnog zakona SAD. Drugi način je prodaja kao deo usvojenog plana reorganizacije. Odeljak 363 predviđa da rukovodstvo u posedu mora prvo da dobije ponudu koju treba da obelodani sudu. O ponudi sud obaveštava poverioce i ranije vlasnike. Mnogi sudovi zahtevaju i prethodno preduzimanje marketinških aktivnosti, jer zakon čini ništavnim *no shop* dogovore. Uz odobrenje suda i na račun stečajnog dužnika poverioci mogu angažovati savetnike koji će tražiti druge potencijalne kupce. Svaka prodaja treba da je odobrena od strane sudije na posebnom saslušanju, a ako ima više učesnika, sud organizuje aukciju. Na njoj se vrši preuzimanje.

Prodaja može da se izvrši i posredstvom plana reorganizacije. Jedan plan može da sadrži više ponuda. U ovom slučaju poverioci i vlasnici glasaju najpre o planu, a zatim o ponudama. Nasuprot tome, potencijalni kupci mogu ponuditi i konkurentne planove reorganizacije kada rukovodstvu ističe ekskluzivno pravo predlaganja planova. Saglasno rečenom, očigledno je da su akvizicija i reorganizacija dužnika kao posebnog entiteta, dve različite alternative u Poglavlju 11.

Postojeća struktura Poglavlja 11 Stečajnog zakonika SAD može da predstavlja prepreku preuzimanjima na nekoliko načina. Najpre, kao što je već napomenuto, staro rukovodstvo kontroliše firmu i posle ulaska firme u stečajnu reorganizaciju. Baird (1993) je zbog toga naglasio da nije jasno kako računati da će rukovodstvo koje sledi svoje privatne ciljeve izvršiti prodaju firme, čak iako je to u interesu vlasnika i

poverilaca. Nadalje, akvizicija u Poglavlju 11 je, po pravilu, deo plana reorganizacije, koji moraju da prihvate sve klase poverilaca i vlasnici. Saglasno tome, potencijalni akviziter mora pregovarati sa svakom klasom poverilaca i to ne samo o ceni nego i o raspodeli prihoda od prodaje. Za firme u kojima staro rukovodstvo ima kontrolu i koje su sa kompleksnijom strukturom dugova – neprijateljsko preuzimanje je skoro nemoguće. Verovatnije je preuzimanje firmi gde je rukovodstvo zamenjeno i koje imaju manje kompleksnu strukturu dugova.

Gertner i Picker (1992) ukazali su da asimetrične informacije mogu, takođe, ometati preuzimanje firmi koje se suočavaju sa problemima. Potencijalni ponuđači, naročito oni koji ne pripadaju istom sektoru, nisu informisani niti o vrednosti firme koja se nudi, niti o najboljoj upotrebi njene imovine. Štaviše, i ponuđači sa operacijama u istoj delatnosti suočavaju se sa „problemom limuna“ (*lemon problem*). Firme u stečaju sa boljim izgledima (dobre firme) po svemu sudeći će izabrati standardnu reorganizaciju koja implicira ozdravljenje, pre nego što će pokušati prodaju na tržištu. Saglasno tome, na tržištu će se naći prevashodno preduzeća sa lošim perspektivama (loše firme), po niskim cenama. Obazrivi kupci će ili izbeći takva tržišta ili će učestvovati ako su troškovi učešća niski, a očekivana dobit visoka, ako se dobije aukcija.

Hotchkiss i Mooradian (1998) detaljno su ispitali karakteristike transakcija u kojima su firme u stečaju preuzete od strane drugih javnih kompanija i našli potvrdu ideje da asimetrične informacije odvrćaju nadmetanje firmi koje raspolažu sa manje informacija. Firme u stečaju su najčešće preuzete od strane firmi iz istih sektora. Preciznije, Hotchkiss i Mooradian su na svom uzorku utvrdili takva preuzimanja u 66% slučajeva. Štaviše, u velikom broju transakcija target i akviziter su već imali prethodnu vezu; u nekoliko slučajeva kupac je prethodno već kupio imovinu od strane stečajnog dužnika. Prema tome, problem asimetričnih informacija je manje izražen za kupce koji su već imali poslovne odnose sa dužnikom, kao i za kupce koji operišu u srodnim delatnostima.

Izvori sinergije su isti kada se preuzmu zdrava preduzeća i preduzeća u stečaju. Može se čak reći da su ekonomske vrednosti koje generišu akvizicije firmi u stečaju veće. To je zbog toga što ove firme bivajući u problemima ostavljaju veći prostor za unapređenje poslovanja, koje može doneti akvizicija. U literaturi se mogu naći različite mere uspešnosti akvizicija. Mera koja se najčešće spominje jeste promena vrednosti

kompanije u trenutku objave akvizicije, obično u periodu od 3 do 11 dana. Ova mera predstavlja pokušaj da se izmeri očekivana promena vrednosti firme kao rezultat akvizicije. Zavisno od perspektive, sagledava se promena vrednosti kupca, targeta ili kombinovanog entiteta posle akvizicije. Ako se sagledava ukupni ekonomski uticaj akvizicije, treba uzeti u obzir kombinovanu promenu u vrednosti novog entiteta. U literaturi se često ističe i perspektiva kupca i zaključuje se da akvizicije nisu uspešne ako kupac za target na aukciji plaća previše. Očigledno je da je sagledavanje vrednosti koja se stvara akvizicijom moguće samo ako se posmatra vrednost novog entiteta kao celine.

Da bi utvrdili da li akvizicije firmi u stečaju produkuju ekonomsku vrednost Hotchkiss i Mooradian (1995) su ispitali tokove gotovine firmi preuzetih u Poglavlju 11. Performanse firmi koje su preuzele firme kombinovanih sa ciljnim firmama u stečajnoj reorganizaciji posle preuzimanja su bolje od performansi firmi koje su iz Poglavlja 11 izašle kao restrukturirani entiteti. Kao potvrdu da akvizicije firmi u stečaju stvaraju vrednost Hotchkiss i Mooradian su identifikovali značajan skok cene akcija kako ponuđača tako i ciljnog društva, u danima oko objavljivanja akvizicije. Saglasno tome, može se zaključiti da akvizicije u stečaju – preusmeravanjem imovine – doprinose unapređenju alokativne efikasnosti. Podaci, takođe, pokazuju da firme iz iste industrije poseduju bolje informacije u vezi sa preusmeravanjem imovine firmi u stečaju. Štaviše, uprkos činjenici da su mnoge firme koje preuzimaju prezadužene i što posluju u uslovima recesije, njihove akvizicije rezultiraju poboljšanjem operativnih performansi novih entiteta.

9. SISTEMSKI STEČAJ

U dosadašnjoj elaboraciji pretpostavljeno je da se stečajni postupci događaju izolovano. Međutim, nisu retki slučajevi da se u finansijskim krizama stečajevi događaju istovremeno jer kredit postaje nedostupan ili kamatne stope drastično rastu. Mnoge firme koje se suočavaju sa finansijskim nevoljama i uslovima krize su inače profitabilne u normalnim uslovima. White (2014) zbog toga smatra da u novim okolnostima glavni cilj stečajnog sistema više nije selekcija firmi sposobnih za život od onih koje to nisu i smanjenje alokativnih grešaka, već očuvanje firmi suočenih sa

finansijskim nevoljama u životu, pošto bi njihovo gašenje širilo ekonomski slom i produbilo krizu.

Dalja elaboracija problema sistemskog stečaja implicira pojašnjenje pojma finansijskih kriza, njihovih manifestacija, faktora nastanka i vrsta. Posebnu pažnju u analizi ima fenomen spirale duga i deflacije, teorijski okvir koji najdublje fokusira uzroke finansijskih kriza. Potom se razmatra dinamika realnog sektora u uslovima kriza, koja dodatno osvetljava nove dimenzije stečaja, u uslovima kada finansijske neprilike istovremeno pogađaju mnoštvo/većinu preduzeća. Posebno se obrađuju i fenomeni „prvobitnog greha“ i „valutnog nesklada“ koji objašnjavaju mehanizam transmisije finansijskih nevolja na bilanse preduzeća i njihovu insolventnost. Konačno, izlaže se jedan od predloga prilagođavanja stečajnog zakonodavstva odredbama primerenim sistemskom stečaju.

9.1. Finansijske krize

9.1.1. Manifestacije i faktori koji uslovljavaju finansijske krize

Finansijske krize imaju zajedničke elemente i manifestuju se u brojnim oblicima. Finansijske krize se obično vezuju za jedan ili više od sledećih fenomena: značajne promene u obimu kredita i promene cena aktive/imovine (*asset prices*); značajne poremećaje u finansijskom posredovanju i smanjenje ponude izvora finansiranja brojnim privrednim akterima; velike probleme u bilansima firmi, domaćinstava, posrednika i suverenih država; i intervencije velikih razmera u formi podrške za likvidnost ili rekapitalizacije. Kao takve, finansijske krize su višedimenzionalni događaji koji ne mogu da se opišu samo jednim indikatorom.

U literaturi su sistematizovani faktori koji pokreću krize, ali ostaje kao veliki istraživački izazov definitivna identifikacija dubljih uzroka kriza. Godinama su razvijane brojne teorije o uzrocima finansijskih kriza. Iako se fundamentalni faktori kriza – makroekonomske neravnoteže i interni i eksterni šokovi, mogu opažati, brojna pitanja vezana za njihove uzroke ostaju otvorena. Ponekad se čini da finansijske krize pokreću iracionalni faktori. I oni uključuju nagle „navale“ na banke, zarazno širenje panike sa jednih na druga tržišta, uspone i padove kreditnih tržišta, „mehure“ i krahove

u cenama aktive i sl. I zaista, termin animalnih instinkata (*animal spirits*) – koji je skovao Keynes, kao pokretač tokova na finansijskim tržištima, je dugo zauzimao važno mesto u literaturi koja je težila da objasni finansijske krize (Minsky, 1975; Kindleberger, 1978).

Finansijskim krizama prethode usponi na tržištima imovine i kredita koji, po pravilu, završavaju krahovima. U teoriji su ovi usponi i padovi konstatovani, ali još uvek nema odgovora na pitanje zašto nisu održivi. To iziskuje i odgovor na pitanje zašto učesnici na finansijskim tržištima i nosioci politika ne mogu predvideti rizike i usporiti ekspanziju kredita i rast cena aktive.

Dinamika makroekonomskih i finansijskih varijabli u krizama je intenzivno proučena. Naročito, kretanja na kreditnim tržištima i tržištima imovine različite vrste. U empirijskim studijama su identifikovane različite faze finansijskih kriza – od inicijalnih finansijskih poremećaja malih razmera, do poremećaja velikih razmera na nacionalnom, regionalnom i globalnom nivou.

9.1.2. Faze i vrste finansijskih kriza

Razvoj finansijskih kriza odvija se u nekoliko faza: prva je faza kontrakcije, druga je faza sloma, a treća je faza oporavka. Za sistemski stečaj je najvažnija faza kontrakcije.

Fazu kontrakcije (na tržištu kredita), po pravilu, pokreće nagli prekid priliva kapitala koji može da bude posledica eksternih šokova ili promena očekivanja vezanih za ranjivost korporativnog sektora. Prekid priliva kapitala vodi naglom smanjenju ponude deviza na valutnom tržištu i rastu deviznog kursa. Zadružene firme u stranoj valuti se suočavaju sa povećanim teretom dugova i upadaju u finansijske nevolje. One se manifestuju u nemogućnosti redovnog servisiranja dugova. To ima neposredne posledice na banke koje ne mogu povratiti plasmane, pa se ubrzo suočavaju sa problemom nenaplativih kredita. Zbog toga one pribegavaju pooštrenju uslova kreditiranja i povećanju kamatnih stopa. Pooštreni uslovi kreditiranja čine kredit nedostupnim i firmama koje nisu prezadužene, što produbljuje krizu realnog sektora. Drugim rečima, inicijalna depresijacija se širi u sistemsku krizu koja obuhvata ubrzo

realni, a potom i bankarski sektor. Formulisanje i sprovođenje ekspanzivne monetarne i fiskalne politike u takvim okolnostima je komplikovano.

U literaturi je izvedena jasna distinkcija između sistemskih i nesistemskih finansijskih kriza. Sistemska kriza može da se definiše kao ozbiljan poremećaj na finansijskim tržištima koji oštećuje njihovu sposobnosti da nesmetano funkcionišu i ima značajan efekat na realni sektor. Smatralo se da su sistemske krize izazvane uzajamnim preplitanjem poremećaja na deviznim i bankarskim tržištima, te im je zbog toga u raspravama o realnom sektoru poklonjena mala pažnja (Kaminsky & Reinhart 1999). Nesistemske finansijske krize su ograničene isključivo na finansijski sektor, obično bankarski, ili na poremećaje na deviznom tržištu, i obično ne izazivaju krupne poremećaje u realnom sektoru.

Reinhart i Rogoff (2009) razlikuju dva tipa kriza: one koje se mogu opisati striktnim kvantitativnim definicijama i one koje se mogu opisati velikim delom vrednosnom analizom i procenama. Prvi tip uključuje valutne krize i krize naglog prekida. Drugi tip uključuje krize spoljnih i domaćih dugova, kao i bankarske krize.

Finansijske krize mogu da imaju različite oblike i forme. U literaturi, međutim, došlo se da zadovoljavajućih definicija svakog tipa krize (Claessens i Kose, 2013). Definicije su velikim delom određene teorijskim razlozima koji objašnjavaju krize.

Valutne krize impliciraju spekulativne napade na valutu koji rezultiraju njenom devalvacijom ili oštrom depresijacijom, ili primoravanjem monetarne vlasti da brani valutu trošeći pri tome veliki deo deviznih rezervi, ili oštrim rastom kamatnih stopa, ili uspostavljanjem kontrole kretanja kapitala.

Krize naglih prekida (platnobilansne ili krize kapitalnog računa) javljaju se kada nastupa veliki (često i nepredvidljiv) pad u prilivima kapitala (iz inostranstva) ili nagli zaokret u agregatnom kretanju kapitala iz zemlje, po pravilu uz nagli rast kreditnih marži.

Pošto se valutne krize i krize naglih prekida opisuju merljivim varijablama, ove krize se identifikuju kvantitativnim metodama.

Kriza spoljnog duga se dešava kada država ne može (ili izbegava) da servisira svoj spoljni dug. Ona može da ima oblik suverene ili privatne krize duga; ili obe – kriza suverenog i privatnog spoljnog duga. Kriza domaćeg javnog duga nastupa kada država ne izvršava svoje domaće fiskalne obaveze u realnom iskazu, ili otvorenom obustavom

plaćanja ili primenom nekog oblika finansijske represije, najčešće inflacionim obezvređivanjem obaveza.

Sistemska bankarska kriza nastupa kada realne ili potencijalne „navale“ na banke (*bank runs*) ih primoravaju da obustavljaju servisiranje svojih obaveza ili primoravaju državu da to sprečava obezbeđenjem potrebnih izvora likvidnosti ili dodatnog kapitala u velikim razmerama.

Pošto varijable koje opisuju krize dugova i bankarske krize nisu merljive, ove krize se identifikuju kvalitativnim metodama.

9.1.3. Fenomen deflacije duga

Svaki dug implicira redovno servisiranje toka obaveza da bi se očuvala solventnost. Ključni problem jeste što u trenutku kada se obaveze preuzimaju nijedna strana ne može da bude sigurna da će se predviđena plaćanja i izvršiti. Ako jedna strana ne izvršava svoje ugovorne obaveze, ona time dovodi u finansijske neprilike stranu koja očekuje plaćanje. Zapravo, jedno neplaćanje izaziva mnoštvo neplaćanja i neplaćanje može da se širi poput „grudve snega“, jer ni kreditori sa lošim kreditima nisu u mogućnosti da izvršavaju svoje obaveze.

Kako se neplaćanje širi, vrednost finansijske aktive opada – jer svaka finansijska aktiva predstavlja, zapravo, potraživanje na nekom toku gotovine (*income stream*) ili iznos gotovine koji se očekuje od prodaje određene imovine. Posledično, vrednost svake finansijske aktive zavisi i od očekivanih plaćanja, koja u slučaju da su neizvesna uzrokuju pad njene vrednosti.

U takvim okolnostima neplaćanje se širi u talasima, generišući, pri tome, finansijske krize. U njima se dužnici suočavaju sa rastućim teretom duga, zbog toga što nominalne cene i dohoci padaju. Minsky (1975) je bio svestan ovog mehanizma i zbog toga je dominantnu teoriju koja je ignorisala ovaj aspekt, smatrao ne samo irelevantnom nego i štetnom, ako bi se dosledno primenila u praksi. Kada nekontrolisan talas neplaćanja smanjuje opšti nivo cena imovine, može nastupiti fenomen koji je Irving Fisher nazvao deflacijom duga. Fisher i Minsky su verovali da se upravo ovaj fenomen desio 1930-tih i da je upravo on učinio Veliku depresiju tako razornom. Treba napomenuti da, dominantna teorija isključuje postojanje takvog procesa i deflaciju

smatra blagotvornom, jer povećava kupovnu moć (*real-balance effect*) (Friedman, 1969).

Deflacija duga (*debt deflation*) ili teorija spirale duga i deflacije je teorija ekonomskih ciklusa koja govori da se recesije i depresije javljaju zbog kontrakcije opšteg nivoa kredita. Ovaj teorijski okvir postulira da je kreditni ciklus uzrok ekonomskog ciklusa. Još je Fisher ukazao da kreditni ciklus može da bude uzrok ekonomskog ciklusa. I razvio je teorijski okvir kojim je objasnio dubinu Velike ekonomske krize. Kasnije su ovaj teorijski okvir razvili i savremeni ekonomisti, kao što su Minsky i Bernanke.

Hipoteza finansijske nestabilnosti koju je razvio 1980-tih Minsky (1986) dopunjuje Fisher-ovu teoriju time što nudi objašnjenje nastanka kreditnih mehura (*credit bubbles*). Ona objašnjava i kako spirala duga i deflacije dovodi do prsnuća kreditnih mehura i koje posledice ima na privrednu aktivnost. Minsky je svojim pristupom povezo fragilnost finansijskih tržišta sa normalnim životnim ciklusima privrede. U njemu ključno mesto imaju spekulativni investicioni mehuri endogeni finansijskim tržištima. Minski je smatrao da se u prosperitetnim vremenima, kada tokovi gotovine firmi porastu preko iznosa potrebnog za servisiranje dugova, razvija jedna spekulativna euforija, i vrlo brzo nakon toga obaveze po dugovima prevazilaze raspoložive tokove gotovine, što generiše finansijsku krizu. Kao rezultat takvih spekulativnih kreditnih mehura, banke smanjuju iznose raspoloživih kredita i pooštavaju uslove kreditiranja. To pogađa i firme koje bi inače sebi mogle da priušte kredite, i ima neumitne posledice na kontrakciju privredne aktivnosti.

Koncept kreditnog tržišta koji je razvio Minsky, a koji se često karakteriše i kao hipoteza finansijske nestabilnosti (*financial instability hypothesis*) se bazira na ideji o kreditnim ciklusima kao pokretačima privrednih ciklusa. Sporo kretanje finansijskog sistema iz faze stabilnosti u fazu fragilnosti, koje rezultira finansijskim krizama je poznato kao „moment Minskog“, koji implicira iznenadni značajan pad cena imovine. Minsky (1975) je smatrao da klackanje/ljuljanje finansijskog sistema između robusnosti i fragilnosti predstavlja integralni deo procesa koji generiše privredne cikluse.

Dodatni doprinos u okviru ove teorije koja povezuje finansijski sektor sa realnim dao je Bernanke (1983, 2004). On izlaže sled događaja koji produbljuje nivo krize, a u kome su ključna karika krediti. Dramatični padovi u opštem nivou cena i realnim

dohocima, koji su karakteristični za finansijske krize, imaju za posledicu rastući realni teret dugova. Preduzeća zbog rastućeg tereta dugova češće dospevaju u stanje insolventnosti, a to ima za posledicu smanjenje agregatne tražnje. To nadalje izaziva dalji pad opšteg nivoa cena, što se zapravo nastavlja spiralom duga i depresije, gde dug produbljuje depresiju. Bernanke smatra da neznatan opšti pad cena samo preraspodeljuje bogatstvo od dužnika kreditorima, bez efekta na opšti nivo privredne aktivnosti. Međutim, ako je deflacija ozbiljna, opadajuće cene imovine zajedno sa stečajevima dužnika vode i padu nominalne vrednosti imovine u bilansima banaka. Prirodna reakcija banaka na to stanje jeste pooštavanje kreditnih uslova i povećanje kamatnih stopa. A to zapravo uzrokuje kreditne krize koje imaju izrazito nepovoljne efekte na realnu ekonomiju. Kreditna kriza smanjuje investicije i potrošnju, što smanjuje agregatnu tražnju i dodatno podstiče deflacionu spiralu.

Teorija spirale duga i deflacije je samo jedna opšta teorija finansijskih kriza. Ima i drugih, svakako. Ona je bila predmet detaljnijeg razmatranja zbog toga što kao svoje bitne elemente ima finansijske krize, kao i kredit i kreditne mehure koji imaju bitne implikacije na insolventnost firmi, naročito na njenu široku rasprostranjenost.

Prethodno razmatranje pojasnilo je nekoliko koncepata koji su važni u daljoj analizi sistemskog stečaja. Fenomen finansijskih kriza generiše pad cena imovine, kao i pad dohodaka. Zbog toga se dužnici suočavaju sa rastućim teretom duga koji ih sve više gura u insolventnost i stečaj. Analiza je ukazala i na fenomen kreditnih kriza kada banke i druge finansijske institucije smanjuju obim kredita i pooštavaju uslove kreditiranja, što, takođe, firme masovno tera u stečaj. Najzad, valja spomenuti i valutne krize koje su, takođe, sastavni deo finansijskih kriza. One impliciraju nagle fluktuacije deviznih kurseva, koji su, sa svoje strane, imanentna posledica neodržive politike deviznog kursa. Time su kompletirani svi bitni elementi finansijskih kriza koji imaju uticaj na poslovanje preduzeća: rastuće kamatne stope, rastući teret dugova zbog pada cena i dohodaka, rast deviznih kurseva zbog neodrživih politika, koje nužno rezultiraju potrebom prilagođavanja kurseva.

U nastavku izlaganja naša perspektiva se pomera sa makroekonomskog na mikroekonomski aspet. Akcenat nadalje će biti na implikacijama finansijskih kriza na poslovanje preduzeća. U tom kontekstu posebnu pažnju zavređuju dva fenomena: "iskonski greh" i "devizni nesklad".

9.2. Dinamika realnog sektora u uslovima finansijskih kriza

9.2.1. Mehanizmi transmisije krize na realni sektor

Ranjivost firmi sa velikim bilansnim levidžom dodatno može da poveća krute makroekonomske politike. Uporna privrženost fiksnom deviznom kursu povećava cene nerazmenljivih dobara i imovine u odnosu na razmenljiva dobra. Precenjena domaća valuta uljuljkuje firme u krivi osećaj sigurnosti u pogledu servisiranja obaveza po dugovima u valuti. Na dug rok to vodi stalnom zaduživanju i preusmerenju investicija u projekte sa nerazmenljivim dobrima i imovinom, što rezultira „mehurima“ na tržištima svih vrsta aktive. Ako su pri tome kamatne stope u inostranstvu manje od domaćih, banke zajme u inostranstvu i te kredite posle plasiraju domaćim subjektima, što banke ostavlja sa velikim pasivnim deviznim pozicijama u bilansima. Zbog toga plasmane moraju da nominiraju, takođe, u devizama. Time, valutni rizik preusmeravaju na firme dužnike, koje imaju daleko manje znanja i iskustva da se sa njime nose.

Kontrakcioni impuls prestanka priliva kapitala, koji je sasvim moguć, širi se u sistemsku krizu kanalima bilansa realnog sektora. Inicijalni šok prima devizno tržište, širi se na realni sektor, a posle i na bankarski, posredstvom nenaplativih kredita. Dekapitalizovane banke prirodno dodatno smanjuju plasmane, što produbljuje krizu.

Brza depresijacija deviznog kursa povećava trenutno troškove servisiranja stranog duga visoko zaduženih, a neosiguranih firmi (naročito neto uvoznika) i može da dovede u pitanje čak i njihovu sposobnost preživljavanja, naročito ako devizni kurs raste visoko. Uticaj depresijacije kursa zavisi prevashodno od stepena zaduženosti firmi u stranim valutama. Znatne depresijacije smanjuju vrednost trajnog kapitala firmi. Visoke domaće kamatne stope koje mogu da budu posledica monetarne politike usmerene na zaustavljanje brze depresijacije kursa, mogu da iscede tokove gotovine firmi, naročito onih koje su zavisne od domaćih kredita.

Domaća kreditna kriza (*credit crunch*) je situacija kada se do kapitala dolazi vrlo teško. Banke i investitori postaju obazrivi prilikom zajmljenja firmama, a to dužnicima povećava cenu kredita. Kreditna kriza je važna karika između loših banaka, levidža korporacija i kontrakcije proizvodnje. Kreditna kriza se definiše i kao stanje kada ni dužnici sa dobrom reputacijom ne mogu doći do kredita, po kamatnim stopama koje su

primerene njihovom riziku. Kreditne krize se objašnjavaju mnoštvom faktora, poput: veće percepcije rizika usled slabih izgleda rasta privrede; restriktivne monetarne politike; slabe kulture ocene rizika; prestanka priliva kapitala iz inostranstva; ili napora banaka da „umivaju“ (dovedu u red) bilanse koji su pokvareni nenaplativim kreditima. Svi ovi faktori uskraćuju kredite ne samo visoko zaduženim firmama nego i onima koje su sposobne za život.

Stečaj je ključni kanal između visokozaduženih firmi i kontrakcije privredne aktivnosti, do koje dolazi tokom finansijskih kriza. On uvodi nelinearnost u relaciji između depresijacije deviznih kurseva i agregatne privredne aktivnosti. Povećanje troškova servisiranja dugova indukovano krizom ne samo što smanjuje marginalno agregatnu tražnju nego tera veliki broj firmi u likvidaciju, što smanjuje i agregatnu ponudu. Stečaj, dakle, gura poremećaje na deviznom tržištu i u bankarskom sektoru u sistemsku finansijsku krizu.

Saglasno rečenom, dinamika realnog sektora u krizama može da se prikaže jednom dugačkom sekvencom povezanih događaja. Ranjivost realnog sektora ima u svojoj osnovi visoku zaduženost uglavnom kod domaćih banaka. Kasnije dinamiku krize pokreću iznenadni prestanci priliva kapitala koji su obično uslovljeni ili splasnutim očekivanjima ili eksternim šokovima. Prekid priliva kapitala se najpre odražava na tržište deviza koje generiše depresijaciju stranih valuta i depresijaciju vrednosti domaće valute. Depresijacija povećava teret dugova firmama zaduženim u inostranoj valuti; veći devizni levridž ratio implicira i veći teret duga. Mnoge od pogođenih firmi u novonastalim okolnostima više ne mogu redovno da servisiraju dugove. Banke se zbog toga suočavaju sa problemom nenaplativih kredita. Ovaj problem pogađa mnogo banaka istovremeno, a to uslovljava i fenomen kreditnih kriza. Zbog nenaplativih kredita banke pooštravaju uslove kreditiranja i krediti postaju nedostupni i zdravim firmama koje nisu prezadužene; ako do kredita i dođu, to je po kamatnim stopama koje nisu primerene njihovom kreditnom riziku. Visoke kamatne stope još više pogađaju privredu – kako onu prezaduženu tako i onu koja je sposobna za život – a to dalje produbljuje krizu u sistemsku. Obnova proizvodnje iziskuje vreme i kada kriza prođe.

9.2.2. Fenomeni „iskonskog greha“ i „valutnog nesklada“

„Iskonski greh“ ili „prvobitni greh“ (*original sin*) su izrazi kojima se u ekonomiji opisuje nemogućnost država i preduzeća iz država u razvoju da se na inostranom tržištu zadužuju u svojoj valuti. To nužno implicira i nemogućnost ovih država i preduzeća da svoje obaveze prema inostranstvu izmiruju u sopstvenoj valuti, što ih dovodi u situaciju visokog rizika i potencijalnih valutnih kriza.

Sve države u razvoju su izložene ovom riziku i teško mogu da ga izbegnu. Katić (2013) ističe da ovaj rizik raste kada država, pri tome, zanemaruje deficit tekućeg bilansa, ili kada inostrana sredstva koristi za pokrivanje tekuće budžetske potrošnje. Logika „prvobitnog greha“ naročito je validna za države koje, poput Srbije, funkcionišu u dvovalutnom režimu. Pogotovo su ranjive države u kojima su i štednja i zaduživanje na lokalnom tržištu nominirani u stranoj valuti. Nepodudaranje valuta u kojima se zarađuje i u kojima se duguje na domaćem tržištu, ima isti efekat kao i „prvobitni greh“. Devizna štednja građana u uslovima krize dovodi do istih rizika kao i spoljna zaduženost.

U prisustvu „prvobitnog greha“ domaće investicije prati valutni nesklad (*currency mismatch*). Projekti koji generišu prilive u domaćoj valuti, a odlive u stranim valutama, impliciraju inherentnu nestabilnost. U ranim studijama „prvobitni greh“ i „valutni nesklad“ su često imali isto značenje. Goldstein i Turner (2003), međutim, su pokazali da velike gubitke usled valutnog nesklada u finansijskim krizama ne treba pripisati efektu „prvobitnog greha“. U skladu sa njihovim shvatanjima, ovaj efekat nije dovoljan uslov valutnog nesklada.

Hipotezu „prvobitnog greha“ najpre su definisali Eichengreen i Hausmann (1999) u smislu nemogućnosti zaduživanja u domaćoj valuti u inostranstvu, pa čak i u smislu nemogućnosti dugoročnog pozajmljivanja na domaćem tržištu u domaćoj valuti.

Valutni nesklad se definiše kao razlika u vrednosti imovine i obaveza iskazanih u valuti u bilansima domaćinstava, firmi, države i privrede kao celine. Valutni nesklad za firmu proizlazi iz odnosa između neto obaveza nominiranih u stranoj valuti i neto sadašnje vrednosti tokova gotovine iskazanih u domaćoj valuti. Firma sa valutnim neskladom će se suočiti sa štetnim bilansim efektom ako depresijacija strane valute povećava vrednost njenih neto obaveza relativno u odnosu na neto sadašnju vrednost

njenih tokova gotovine. Ako se depresijacija u punoj meri može ugraditi u cene outputa, neće biti promene u neto vrednosti firme. Međutim, to nije čest slučaj; naprotiv, promene kursa najčešće ne mogu da se ugrade u cene, a to implicira smanjenje neto vrednosti imovine preduzeća.

Prema tome, odnos između „prvobitnog greha“ i „valutnog nesklada“ je jasan. To su dva suštinski različita pojma. „Prvobitni greh“ može da bude uzrok „valutnog nesklada“. Ali on nije jedini uzrok. Valutni nesklad može da ima i druge uzroke. Prvobitni greh može da rezultira valutnim neskladom, ali implikacije valutnog nesklada zavise od toga kako vlasti upravljaju njenim konsekvencama. Države sa jakim institucijama, sposobne da vode dosledne politike, u poziciji su da se uspešno nose sa problemom valutnog nesklada. Mogu da akumuliraju rezerve, da ograniče zaduživanje u inostranstvo ili da vode fleksibilnije politike deviznog kursa. I sve to može da limitira negativne konsekvence valutnog nesklada. To samo znači da takve mere imaju svoju cenu.

9.2.3. Predlozi reformi zakona za uslove kriza

Jedna od standarnih manifestacija finansijskih kriza jeste i sekvenca velikih devalvacija i veki kontraktija ekonomske aktivnosti. Sa strane tražnje, devalvacija može da se smatra samo kao nužno i pozitivno prilagođavanje relativnih cena. Ali njene pozitivne efekte, po svemu sudeći, poništavaju negativni efekti na strani ponude. Nameće se pitanje zašto je to tako? Miller i Stiglitz (1999) smatraju da deo odgovora na ovo složeno pitanje valja tražiti u pritisku koji devalvacija vrši na bilanse firmi, a koji prevazilazi kapacitet mehanizama finansijskog restrukturiranja – poravnjanja i stečaja – koji su koncipirani za normalna vremena. Otud potreba za svojevrsnom polu-automatskom zaštitom dužnika u finansijskim krizama, da bi se izbegao privredni kolaps.

Stečajni sistem je koncipiran da rešava koordinacione probleme sa kojima se suočavaju kreditori kada ugovori ne mogu da budu od pomoći u toj koordinaciji. U svetu u kome bi ugovorne strane bile savršeno racionalne i mogle da predvide sve uslovnosti i da ih specificiraju u obimnom ugovoru, ne bi bilo mesta stečaju. Generalno, pod uslovom da se ugovor može prinudno sprovesti i da obavezuje, ne bi bilo potrebe za

zakonom koji bi akterima propisao šta da čine; postojala bi potreba samo za autoritetom koji bi garantovao izvršenje ugovora, koje su akteri sami izabrali (Cornelli & Felli, 1995). Potreba za stečajem se javlja zbog toga što nije moguće predvideti sve uslovnosti, zbog toga što je komplikovano i skupo koncipirati takve ugovore, i zbog toga što se u finansijskom ugovaranju javlja i problem asimetričnih informacija, koji komplikuje procenu vrednosti potraživanja.

Stečaj ima za cilj restrukturiranje kredita tako da se izbegnu prerane i nepotrebne likvidacije i da organizuje delotvorno unovčenje imovine i raspodelu priliva od njene prodaje kada je likvidacija neophodna. U normalnim okolnostima stečaj generiše i prenosi mnogo informacija o kvalitetu menadžmenta firmi. Međutim, u uslovima sistemskih kriza, kada finansijske nevolje pogađaju skoro sve privredne aktere, konvencionalni stečaj više ne obavlja svoje bazične funkcije: stečaj više ne može da generiše niti da prenosi ni informacije o kvalitetu menadžmenta firmi, a ni o dugoročnoj sposobnosti firmi za život, što je daleko važnije. U takvim okolnostima, čak i firme kojima se dobro upravlja mogu dospeti u stečaj: samo zato jer nisu predvidele devalvaciju od npr. 80% ili rast kamatnih stopa od 100%. Mehanizmi koncipirani da se nose sa malim idiosinkratskim šokovima ne mogu da se nose sa makroekonomskim šokovima koji pogađaju celokupnu privredu (Miller & Stiglitz, 1999).

Zbog toga stečajni postupci koncipirani za normalna vremena i oni za krizna vremena se suštinski razlikuju. Primarna briga finansijskog sektora u krizama treba da bude održavanje raspoloživosti kredita, a primarna briga u realnom sektoru treba da bude održanje privredne aktivnosti. Ali očuvanje privredne aktivnosti u krizama konvencionalnim stečajem je isuviše veliki izazov. Nije poželjno da sve firme odreda dospeju u stečaj. Jednostavno, ne bi bilo ni dovoljno resursa za to – ni finansijskih ni ljudskih, za bezbroj postupaka, kada većina firmi postane insolventna (Miller & Stiglitz, 1999).

U takvim okolnostima, pošto stečaj poprima sistemski karakter, nastaje još jedan važan problem. Postaje vrlo teško, skoro i nemoguće, sortiranje firmi po neto vrednosti njihove imovine, a to znači da bi se teško utvrdilo i koje su insolventne. Naime, imovinu firmi velikim delom sačinjavaju i potraživanja prema drugim firmama, koje su takođe u nevoljama i na granici insolventnosti. Pored toga, Miller i Stiglitz (1999) smatraju da dodatni problem predstavlja i to što bi bilo teško naći nove menadžere i

stečajne upravnike koji bi propratili sve firme u restrukturiranju. To ograničava i mogućnosti zamene postojećih rukovodstava.

Konvencionalni stečajni postupci nisu koncipirani za amortizovanje makroekonomskih šokova koji pogađaju celu privredu. Oni naime ne internalizuju valjano cenovne efekte prodaje imovine po bagatelnim cenama. Pad cena imovine dovodi banke u situaciju da ne mogu da naplate kredite, što neminovno izaziva kontrakciju novih kredita, bez kojih privreda ne može da funkcioniše. A kontrakcija kredita zasigurno uslovljava dalje urušavanje privredne aktivnosti. To je uočeno i za vreme velike ekonomske krize kada je koncipirana moderna verzija stečajne legislative u SAD.

Miller i Stiglitz (1999) su zbog svega toga elaborirali ideju “super Poglavlja 11” (*super Chapter 11*). Ideja podrazumeva otpis duga nastao usled devalvacija preko određenih granica. I pokazali su kako to može da spreči ekonomski kolaps. Oni istražuju hipotezu o postojanju negativnih pomeranja na strani ponude zbog bilansnih efekata. Zapravo oni objašnjavaju uticaj neočekivane devalvacije na visokozaduženu firmu sa kolateralizovanom imovinom koja je zajmila u stranoj valuti. Rast deviznog kursa (cene deviza u domaćoj valuti) povećava teret dugova i izaziva prodaju imovine koja služi kao kolateral, po bagatelnim cenama. A to može da izaziva kolaps – kako na mikro tako i na makro nivou. To znači likvidaciju velikog broja firmi i istovremeno privredni slom, odnosno ravnotežu na vrlo niskom nivou privredne aktivnosti.

Da bi se obezbedio kontinuitet delatnosti uz što manje poremećaje potrebno je delotvorno obnoviti upravljanje firmama od strane onih koji to najbolje umeju, a to su raniji menadžmenti i vlasnici. A da bi oni mogli to da učine neophodno je smanjiti preduzećima teret dugova. Ostvarenje ovih zahteva iziskuje kombinaciju kazni i nagrada da bi se ubrzala restrukturiranja.

Jedno očigledno rešenje jeste obezbeđenje ranijim vlasnicima većeg učešća u stečajnom kolaču nego što bi im pripalo na osnovu pravila apsolutnog prioriteta. I to je, kako konstatuju Miller i Stiglitz, osnovna motivacija iza dodatnih odredbi super Poglavlja 11 (*super Chapter 11*). Ono bi obezbedilo kvazi polu-automatsku zaštitu kreditora od rasta dugova usled devalvacija iznad određenih granica, od recimo 40%. Takvo rešenje bi imalo uticaj na slučajeve koji dolaze pred sudove ali i šire efekte. Ono

bi uspostavilo i standard za neformalne aranžmane restrukturiranja dugova, koji se odigravaju u senci zakona.

Limitiranje kreditorima da nepredvidljiv devizni rizik transferišu na firme koje su manje vične da se sa njim nose, možda i može da spreči privredni kolaps, ali otvara pitanje pravičnosti narušavanja ugovorenih obaveze/pravila igre. Miller i Stiglitz (1999) smatraju da, do određene mere, ovaj zahtev može da bude nadjačan većim imperativom održavanja proizvodnje u krizi. U krajnoj instanci i pravila igre su po sebi zamršena, jer nijedna strana ne ugovora eksplicitno okolnosti koje se kasnije u krizi dešavaju. Nameće se i pitanje kako bi se promenili ugovori koji bi sadržali odredbe o devalvaciji od 80% ili padu GDP od 15%. Miller i Stiglitz (1999) ukazuju na jedan važan istorijski presedan, o kome se malo govori, a to je napuštanje zlatne klauzule iz ugovora o kreditama u SAD tokom Velike krize.

Koristeći model obezbeđenog zaduživanja Miller i Stiglitz su pokazali kako otpis dugova ("šišanje" kreditora) nastalih zbog devalvacija – iznad određenih limita – može da bude Pareto-poboljšanje u odnosu na standardni stečaj. Zapravo njihov model ima više ravnoteža, a rešenje za otpis dugova može da spreči skliznuća u ravnoteže na izrazito niskom nivou aktivnosti. Ovaj model ne uključuje problem moralnog hazarda na koji su ukazali Akerlof i Romer (1993). Naime, mali iznos vlasničkog kapitala i načelo ograničene odgovornosti mogu pred stečaj da navode firme na rizičnije ponašanje od uobičajenog; ono se karakteriše i kao *kockarsko* i *pljačkaško* jer se vlasnici u takvim okolnostima kockaju kapitalom kreditora.

Stiglitz-ov predlog modifikovane stečajne reorganizacije

Koncept super Poglavlja 11, u smislu ugradnje dodatnih odredbi u stečajni zakon za uslove sistemskog stečaja inicijalno su razvili Miller i Stiglitz (1999). Kasnije je ovaj predlog dalje elaborirao Stiglitz (2001).

Dodatne odredbe Poglavlja 11 bi se aktivirale za vreme sistemskih kriza. One bi očuvale operacije posrnutih firmi ubrzanjem stečajnog procesa, doprinosile očuvanju menadžera na svojim pozicijama i omogućile konverziju duga u trajni kapital. Ovaj postupak po mišljenju njegovog predlagača isključuje potrebu da vlade finansiraju spasavanje velikih firmi u finansijskim krizama. Istovremeno, vladama obezbeđuje dodatni mehanizam stabilizacije privreda.

Predlog se zasniva na nalazima modela sa više ravnoteža (Stiglitz, 1999) u kome – kako devizni kursevi rastu – zemlja sa dugom nominiranim u stranoj valuti postaje siromašnija, što podstiče dalji rast deviznog kursa. U modelu postoji i dobra ravnoteža na nižem nivou kursa. Super Poglavlje 11, po shvatanju Stiglitz-a, limitira transfer bogatstva zemljama kreditorima, pa otud može da spreči lošu ravnotežu. Kada se mogućnost loše ravnoteže eliminiše, privreda ostaje u dobroj ravnoteži, pa odredbe super Poglavlja 11 više i ne treba da se aktiviraju.

10. UPOREDNA ANALIZA

Stečajni sistemi se razlikuju između država po pravima kreditora i njihovoj moći da kontrolišu stečajni proces. Deo ovih razlika ima svoje korene u pravnim sistemima zemalja koji određuju legalna pravila i prinudno sprovođenje (*enforcement*) zakona. Moderni pravni sistemi imaju poreklo u dve tradicije. Jedna se zasniva na opštem pravu (*common law*), a druga na civilnom pravu (*civil law*). La Porta et al. (1998) smatraju da civilno pravo obezbeđuje investitorima slabija legalna prava nego opšte pravo. I kada su u pitanju prava kreditora, koja su od ključnog značaja u stečaju, važi prethodna ocena.

U nastavku se prikazuju najvažnije karakteristike stečajnih sistema u četiri razvijene tržišne privrede sa pravnim sistemima različitog porekla. Stečajni sistemi SAD i UK su delovi sistema opšteg prava (*common law*) koji postoje u ovim državama. Stečajni sistemi Francuske i Švedske su delovi sistema civilnog prava (*civil law*) koji postoje u ovim zemljama.

10.1. SAD

10.1.1. Bazični instituti

Legalni proces koji se odnosi na pitanja finansijskih nevolja i stečaja korporacija je uređen Zakonom o stečaju iz 1978. (*Bankruptcy Reform Act of 1978, Bankruptcy Code*). Rešenja iz 1978. godine nisu bitno promenjena, sa izuzetkom aministrativnih i proceduralnih usavršavanja.

Tradicionalno shvatanje jeste da je Stečajni zakon SAD koncipiran tako da favorizuje dužnike koji u reorganizaciji zadržavaju kontrolu nad firmom preko rukovodstva. Brojni su instituti (neki su već pomenuti) koji tome doprinose: automatska obustava; dužnik u posedu; pravila izglasavanja planova reorganizacije.

Zahtev za pokretanjem stečaja podrazumeva automatsku obustavu svih individualnih naloga izvršenja i namirenja (*automatic stay*) na imovini dužnika. Pri tome, sud nadzire raspolaganje imovinom dužnika i čuva njen integritet, da bi se maksimizirala njena vrednost. To znači da nijedan kreditor nema priliku da unilateralno izvlači vitalnu imovinu i tako oštetiti vrednost stečajne mase ili izvlačenjem imovine ugrozi kasnije pokušaje reorganizacije. Time se čuva *going concern* vrednost firme.

Dužnik u posedu (*debtor in posesion DIP*) je druga osobenost stečajne legislative u SAD. Stečajni zakon iz 1978. godine, takođe, je predvideo ovu instituciju i ona implicira da postojeće rukovodstvo zadržava kontrolu nad imovinom i poslovanjem dužnika, osim u ekstremnim slučajevima zloupotreba. Nesposobnot nije obavezan uslov smene rukovodstva. Poglavlje 11 rukovodstvu obezbeđuje u prvih 120 dana ekskluzivno pravo da podnese plan reorganizacije. Plan predstavlja osnov kasnijih pregovora dužnika sa različitim grupama poverilaca i zbog toga ovo ekskluzivno pravo predstavlja izvor pregovaračke moći.

Konačno, postupak glasanja predviđen za usvajanje planova reorganizacije u SAD je povoljan po postojeće rukovodstvo i vlasnike. On je za dužnike mnogo povoljnije nego u restrukturiranju duga neformalnim ili privatnim poravnanjima (*workouts*) van stečaja, o čemu je već bilo reči.

Stečajnoj reorganizaciji u SAD, u stručnoj literaturi, upućene su brojne kritike. Mnogi istraživači su istakli da je brojnim neefikasnim firmama – koje bi inače trebalo da se gase, omogućen nastavak operacija pod stečajnom zaštitom. Ukazano je i da je blagonaklonost prema dužnicima uzrokovala „ušančenje“ (*entrenchment*) rukovodstava, transfere bogatstva od kreditora vlasnicima, kao i blokadu realokacije imovine u superiorne upotrebe. Bradley i Rosenzweig (1992) su ukazali da je zakon generisao endogene korporativne stečajeve. To znači da se status stečaja bira od strane rukovodstva firmi, a ne nameće. Kritike su ukazale da je ovaj postupak dugačak, spor i skup i da je često pod njegovim okriljem dolazilo do rasipanja vrednosti u neuspešnim

pokušajima da se firme spase na potpuno izmenjenim tržištima. Slučajevi sa rasipanjima vrednosti od više milijardi dolara su brojni.

U literaturi, pored ovih kritika, mogu se naći i brojni dokazi da je u praksi stečajni sistem pretrpeo velike promene i to ne samo tradicionalna reorganizacija, nego i bazični instituti sistema, poput *dužnika u posedu* i *automatske obustave*. Naredna razmatranja su posvećenja upravo ovim pitanjima. No, pre toga biće prikazan *equity receivership*, aranžman koji je preteča moderne stečajne reorganizacije. Može se uspostaviti veza između novih obeležja reorganizacije i rešenja iz ovog aranžmana.

10.1.2. *Equity Receivership* – preteča moderne stečajne reorganizacije

Stečajna legislativa u SAD imala je odlučujuću prekretnicu na kraju XIX veka, kada su vrlo velika železnička preduzeća ušla u stečaj. Franks i Sussman (1999) objasnili su da je tada svima bilo jasno da su likvidaciona prava poverilaca bila u konfliktu sa javnim interesom. Likvidacija železnica bi implicirala njihovu razgradnju, a samim tim i velike troškove za privredu SAD; između ostalog odsecanje Zapada od važnih linija snabdevanja. Zbog toga su inovacijama involviranih aktera u vrlo specijalnim okvirima stvoreni novi mehanizmi za spašavanje železnica. Današnja legislativa u SAD ima svoj važan presedan u ovom aranžmanu.

Američke železnice su tradicionalno finansirane hipotekarnim obveznicama prvog reda sa zlatnom klauzulom koja je garantovala otplatu glavnice i kamate. Obveznice su bile prenosive i imale su kao obezbeđenje zemlju ispod pruge i sve nepokretnosti na njoj: šine, koloseke, mostove itd. Njihovi vlasnici su imali obezbeđena prava uključujući i prava na prodaji fizičke imovine železnica. Međutim, likvidacija imovine nije imala smisla, jer bi podrazumevala razgradnju pruga. Pošto su pruge morale da se očuvaju u funkcionalnom stanju, u obzir je dolazila samo reorganizacija dugova u aranžmanu *equity receivership* – preteča današnje stečajne reorganizacije. Aranžman je podrazumevao zamenu starih obveznica novim, kako bi se nivo duga sveo na onaj na kome bi operativni prihodi bili dovoljni da pokriju dospele obaveze. Vlasnici deonice sa pravom glasa u reorganizovanom preduzeću su ih položili u trust koji je imao kontrolu na železničkom preduzeću. Ovo rešenje se vezuje za ime J.P. Morgan-a i zato se često naziva „morganizacija“. On je svojim imenom i reputacijom garantovao

solventnost takvih preduzeća, a to je omogućilo reorganizaciju njihovih dugova i učinilo ih atraktivnim za nove investitore.

Proces je počinjao obaveštenjem suda o obustavi plaćanja. Sud je, potom, imenovao izvršitelja. Investitori u obveznice su formirali kreditne odbore (*protective committees*) koji su osnovali reorganizacioni odbor (*reorganization committee*). Sud je odredio vrednosti za postojeće obveznice. Reorganizacioni odbor je formulisao predlog razmene starih hartija od vrednosti za nove. Investitori su birali između predložene razmene i procenjene vrednosti starih obveznica od strane suda. Oni kojima predlog razmene nije bio prihvatljiv isplaćeni su po procenjenoj vrednosti i više nisu bili involvirani.

Nadalje, izvršitelj je prodao imovinu železnice. Njen kupac je bio reorganizacioni odbor koji je pozajmio od banke dogovorenu sumu. Posle prodaje, ranije preduzeće je ostalo ljuštura i gasilo se. Kupljenu imovinu reorganizacioni odbor je inkorporirao u novo preduzeće. Delom gotovine su isplaćuju nesaglasni investitori, a ostatak je pripao ranijim poveriocima koji su i dalje ostali poverioci. Posredi je zapravo prodaja, doduše hipotetička, a prihodi od takve prodaje u obliku potraživanja prema novoj reorganizovanoj firmi su prirodno raspodeljeni starim kreditorima i eventualno ranijim vlasnicima. Zbog toga je deo gotovne vraćen banci, a stare obveznice su pretvorene u nove na nivou duga koji je bio održiv. Time je uloga izvršitelja okončana.

10.1.3. Promene tradicionalne organizacije

Već duže vreme u jednom delu literature ukazuje se da je tradicionalna reorganizacija prevaziđena i da ona više gotovo i ne postoji u praksi (Baird & Ramussen 2002, Skeel, 2003, Miller & Waisman 2004). Brojni autori ukazuju da je praksa stečajnih reorganizacija značajno evoluirala poslednjih decenija. Promene stečajne reorganizacije imaju vrlo krupne implikacije i na likvidaciju, pa se one tretiraju integralno. Dominantna tema u ovim raspravama je alokacija kontrolnih prava na dužnicima.

Empirijska istraživanja procesa reorganizacije u SAD su rezultirala ne samo njegovom kritikom nego i novim uvidima koji ukazuju na bitno promenjenu prirodu ovog stečajnog postupka. Vrlo uticajni analitičari reorganizacije, međutim, ukazuju da

uobičajena slika više ne odražava njene današnje karakteristike. Sadašnja reorganizacija je brz proces vođen od strane tržišta koje nepogrešivo usmerava firme u problemima u ruke sposobnijih tržišnih aktera. Baird i Rasmussen (2002) ističu da su tome doprineli različiti faktori. Pre svega, kvalitativne promene na tržištima imovine firmi u finansijskim problemima. Zatim, sve manje učešće sredstava koja su vrlo specifična samo za pojedine firme u njihovoj ukupnoj imovini. I najzad, napredak u finansijskom ugovaranju, što je omogućilo vrlo jasno usmeravanje kontrolnih prava nad firmama u svim okolnostima. O svakom od ovih faktora će biti reči detaljnije.

Prvi faktor koji ima važan uticaj na savremenu reorganizaciju je promena strukture tržišta na kojima se promeću imovina ili preduzeća u celini. Na kraju XIX veka nije bilo pojedinačnih investitora ili grupa investitora koji su mogli da obezbede kapital za kupovinu velikih firmi; nije čak bilo dovoljno ni kupaca za male firme. Baird i Rasmussen (2002) ocenjuju, međutim, da danas i male i velike firme mogu da se prodaju kao *going concern* i to kako van stečaja tako i u stečaju, jer za to postoje likvidna tržišta. Mogućnost prodaje firme u celini, ili samo njenih pojedinih pogona, eliminiše potrebu za kolektivnim forumom u kome različiti učesnici trebaju da postignu saglasnost o tome šta će biti sa imovinom dužnika. Prodajom, ta odluka može da se prepusti novim vlasnicima, koji će o tome odlučiti samostalno i, pre svega, kompetentno.

Drugi faktor je promena karaktera sredstava koja koriste firme. Dobro je poznato da svaka firma ima specijalizovana sredstva, koja su jedinstvena ili primerena upravo njenim specifičnostima. Takva sredstva vrede više zajedno u datoj firmi nego bilo gde drugde. Istorijski posmatrano, stepen specijalizacije imovine u pojedinim delatnostima je vrlo visok. Primer specijalizacije imovine su železničke pruge, koje bi izgubile najveći deo vrednosti ako bi im se prenamenila upotreba ili bi se samo premestile. Baš na slučaju železničkih pruga je i razvijena prva legislativa, preteča današnje reorganizacije. Baird i Rasmussen (2002), međutim, ističu da je tehnološkim razvojem i standardizacijom stepen specijalizacije imovine značajno smanjen, što znači da skoro svaka imovina danas može da se realocira bez značajnog gubitka vrednosti. Po ovim autorima *going concern* vrednost ima samo specijalizovana i jedinstvena imovina; ona koja generiše veću vrednost u firmi, nego bilo gde drugde. Ako istu vrednost generiše i drugde, tj. ako se može preneti, ona nema *going concern* vrednost.

Najzad, treći faktor koji menja karakter reorganizacije je napredak u tehnici finansijskog ugovaranja. On je omogućio da današnji investitori mogu lako alocirati kontrolna prava između sebe, vrlo sofisticiranim ugovorima kojima se anticipiraju finansijske nevolje, a takvi ugovori čine legislativu reorganizacije suvišnom. Saglasno tome, struktura kapitala firmi sve više se oblikuje uzimajući u obzir finansijske krize. U slučaju finansijskih problema, kontrolna prava se lako preusmeravaju sa jednih investitora na druge. Takve firme često i ne ulaze u stečaj, a ako ulaze to je samo da bi se u njemu potvrdila ranije određena raspodela kontrolnih prava. Preciznije, kontrolna prava alociraju ovlašćenje odlučivanja o imovini preduzeća i po svojoj prirodi su kompleksnija od prava na tokovima gotovine. Gotovina je jednodimenzionalna varijabla, a kontrola nije. Kontrola označava ovlašćenje da se donesu odluke koje se tiču upotrebe sredstava, uključujući i ljudski kapital; to su kako strateške tako i odluke operativne prirode. One mogu da budu odluke o spajanju sa drugim firmama, o prestanku proizvodnje nekog proizvoda, prestanku saradnje sa pojedinim kupcima i dobavljačima itd. Značajnu uloga u tome imaju ili obezbeđeni poverioci ili finansijeri u stečaju koji preuzimaju kontrolu nad dužnikom. Nisu retki slučajevi da su u reorganizacijama velikih firmi DIP finansijeri poznati od početka procesa, kada i preuzmu kontrolu nad takvim dužnikom.

Adler i Weis (2007) takođe su identifikovali promenu uloge obezbeđenih kreditora u stečaju između 2000. i 2001. godine, ali se njihova interpretacija te promene unekoliko razlikuje. Naime, kreditori, naročito obezbeđeni, po njima, preuzimaju mnogo aktivniju ulogu u upravljanju firmama u problemima – kako pre, tako i posle podnošenja zahteva za pokretanje stečajne reorganizacije. Ove promene nisu rezultat promene stečajne legislative, već izmenjenog ponašanja investitora, praćenog promenama u trgovinskom zakonodavstvu. Naime, od 2000. godine dominantni kreditori po pravilu ugrađuju kontrolne odredbe u dužničke instrumente, što im omogućava da preuzmu kontrolu na dužniku u slučaju neispunjenja neke od ugovornih klauzula. Ovu tendenciju dodatno je pojačala zakonska mogućnost da bankovni računi mogu da budu obezbeđenje dugova. Time dominantni obezbeđeni kreditori uspostavljaju kontrolu i na tokovima gotovine dužnika, odnosno nad obrtnim kapitalom dužnika, pre stečaja; iz te pozicije mogu da kontrolišu klizanje u nesolventnost i da aktivirajući restriktivne klauzule ugovora preuzmu kontrolu nad dužnikom.

Zbog toga dužnici ulaze sve češće u stečaj sa vrlo malo likvidnih sredstava i zahtevaju promptno nove izvore finansiranja za nastavak poslovanja. Dominantni obezbeđeni kreditor je u jedinstvenoj poziciji da upravo on bude takav finansijer: on već ima interes u preduzeću, a i najbolje poznaje situaciju, jer je već involviran u slučaj. To mu omogućava da kasnije kontroliše i proces reorganizacije. Naime, kao uslov DIP zajma obezbeđeni kreditor zahteva da se rukovodstva zakonski odreknu prava kontrole nad preduzećem u stečaju; to se dešava pre podnošenja zahteva za pokretanjem stečaja i sudovi takve ugovore često i sprovode. Kada uspostave kontrolu nad dužnikom, dominantni obezbeđeni kreditori ne moraju da obezbede koncesije ni ranijim vlasnicima.

Lubben (2007) ovu interpretaciju promenjene prirode stečajne reorganizacije naziva teorijom kontrolnih prava (*control rights theory*). Prema njenim proponentima reorganizacija je danas legalno sredstvo pomoću koga poverioci koji raspolažu kontrolnim pravima na preduzećima odlučuju koji pravac aktivnosti izabrati – prodaju, unapred pripremljenu reorganizaciju ili konverziju duga u trajni kapital, zavisno od toga koji maksimizira njihov prinos. Unapređeno finansijsko ugovaranje je omogućilo stranama da ojačana kontrolna prava rasporede sofisticiranim ugovorima koji služe za ostvarenje interesa jedne strane – investitora koji dominira procesom i koji na osnovu tih prava može likvidirati firme nesposobne za život. Zapravo, po ovoj koncepciji kontrolnih prava, poverioci mnogo pre finansijske krize preuzimaju svu moć odlučivanja o tome kako će imovina biti upotrebljena kasnije.

Tako reorganizacija prestaje da bude komplikovan proces pregovaranja između klasa poverilaca, gde svaka klasa ima značajnu pregovaračku moć. Ako se reorganizacija shvata tradicionalno, u novim okolnostima autori nagoveštavaju i njen kraj. Sa novom konstelacijom moći u pregovaračkom procesu, tradicionalna reorganizacija zapravo postaje suvišna. Najveći deo firmi u finansijskim problemima danas i ne ulazi u stečaj. Ako ulaze, reorganizacija se najčešće svodi na aukciju kojom se prodaje imovina dužnika. Ako nije posredi prodaja imovine, glavni poverioci već kontrolišu dužnika i reorganizacija je samo mehanizam kojim se realizuje ranije već sklopljen sporazum. Reorganizacija danas, ipak, opstaje iz dva razloga, koja su sasvim različita od izvornog razloga njenog postojanja. Jedan je što predstavlja jeftin pravni mehanizam koji nosiocima kontrolnih prava obezbeđuje čista svojinska prava nad

dužnikom. Drugi razlog je to što omogućava poveriocima sa višim senioritetom da istiskuju prava poverilaca sa nižim senioritetom.

Pored ove „tvrde“ verzije teorije kontrolnih prava postoji i jedna „meka“ verzija čije su konsekvence umerenije. Glavni proponent ove verzije je Skeel (2004) koji kao glavni razlog unapređenja reorganizacije vidi rast jakih DIP finansijera, odnosno finansijera koji kreditiraju dužnika u posedu posle podnošenja zahteva za pokretanje stečaja. Dužnici se dugoročno oslanjaju na ove finansijere i omogućavaju im ne samo nadzor nad procesom restrukturiranja nego i kontrolna prava. Tako su DIP finansijeri postali alternativni i nezaobilazan izvor moći u stečajnom procesu. Njihova uloga je analogna ulozi investicionih banaka u mehanizmu *equity receivership* koji je poslužio za spas železnice na kraju XIX veka i koji se smatra pretečom savremene stečajne reorganizacije. U izmenjenoj reorganizaciji ključna je uloga novih finansijera u prevladavanju upravljačkog vakuma, karakterističnog za stečaj, što dovodi i do veće discipline rukovodstva. Ova njihova funkcija je analogna funkciji koju obavlja tržište kontrole preduzeća van stečaja. Koncept kontrole u ovoj verziji je manje direktan. Finansijeri nemaju direktnu kontrolu nad imovinom, ali imaju moć da disciplinuju rukovodstvo i nagrade ga za ponašanje koje njima odgovara. Međutim, i u ovom konceptu, bez obzira na oblik kontrole, jedna grupa poverilaca dominira procesom reorganizacije.

Kao posledica ove promene i brzina reorganizacionog procesa je povećana. Drugim rečima, u izmenjenoj formi ona traje kraće, sa očiglednim posledicama po efikasnost. To upućuje na zaključak da je model stečajne reorganizacije zasnovan na kontrolnim pravima u velikoj meri kompatibilan sa ranim predlozima reforme tradicionalne reorganizacije. Ovi predlozi su pledirali za model stečaja u kome bi pregovarački mehanizam bio zamenjen brzim aukcijama. Model kontrolnih prava se zasniva upravo na pretpostavci da će poverioci koji drže kontrolna prava realizovati svoju moć i izdejsstvovati ranu prodaju dužnika, a da neće čekati na usvajanje planova reorganizacije. Prema tome, oba modela teže izbegavanju pregovora i favorizuju prodaju. Koncept kontrolnih prava stečajne reorganizacije može da se uzme i kao drugo najbolje rešenje problema, prihvaćeno od strane analitičara koji su kolektivni mehanizam tradicionalne reorganizacije smatrali pogrešnim i neefikasnim. Zapravo, argument kontrolnih prava je kompleksniji. On ukazuje da je razvoj finansijskih tržišta i

finansijskog ugovaranja zamenio svaku potrebu da se cenkanje u reorganizaciji zameni tržišnim mehanizmima. Drugim rečima, umesto da se te novine uvedu uz pomoć legislative – njih su donele promene na tržištu.

Ključnu ulogu u procesu reorganizacije u SAD, po ovom shvatanju, preuzeli su kreditori – obezbeđeni i prioritetni. Kontrola kreditora u stečaju se obavlja linijama obezbeđenih kredita (DIP finansiranje), koje uspostavljaju vrlo čvrste okvire poslovnim aktivnostima. Baird i Rasmussen (2002) kao i LoPucki (2003) smatraju da je ova stroga kontrola kreditora uzrokovala i izrazit rast prodaja imovine i *going concern* prodaju u Poglavlju 11. Fenomeni DIP finansiranja i prodaje imovine u Poglavlju 11 zahtevaju posebnu elaboraciju. O tome je pisao i Radulović (2008). On je istraživao uticaj prodaja na osnovu Odeljka 363 na stope namirenja. Istraživanje je izvršeno na bazi podataka o stečajevima u SAD koju je učinio dostupnom profesor LoPucki.

10.1.4. Finansiranje dužnika u posedu

Dobro je poznato da se firme u finansijskim nevoljama suočavaju sa nedostatkom likvidnih sredstava potrebnih za isplatu dobavljača, radnika, poreza i dr. A brojni razlozi zbog prezaduženosti odvrćaju kreditore – stare i nove, kao i njihove vlasnike – da obezbede preko potrebna sredstva.

Ovaj problem rešava finansiranje dužnika u posedu (*debtor i possession financing*) kao posebna vrsta finansiranja firmi u nevoljama kako bi se pospešila njihova reorganizacija u Poglavlju 11. Ono je uređeno u Odeljku 364 Stečajnog zakona SAD koji nudi viši senioritet i pojačano obezbeđenje DIP zajmodavcima tako da se oni podstaknu da zajme firmama u nevolji, što inače ne bi činili. DIP finansiranje vuče svoje poreklo iz izvršiteljskih sertifikata (*receiver's certificate*) koji su postojali u poznatom aranžmanu restrukturiranja železnica u problemima, s kraja XIX veka, pod nazivom *equity receivership*. Izvršiteljski sertifikat je bio vid kratkoročnog finansiranja sa prioritetom u odnosu na sva ostala potraživanja, koji je omogućio priliv gotovine neophodan za prioriteta plaćanja, kao što su plaćanja dobavljačima tokom reorganizacije. Vremenom izvršiteljski zaspisi su počeli da se primenjuju i u reorganizacijama koje se nisu odnosile na železnice. Obuhvat ovih zapisa je vremenom značajno proširen. Njime je obezbeđena gotovina ne samo za plaćanja dobavljačima već

praktično i za sve operativne izdatke po pokretanju stečaja. Ovi sertifikati su, zapravo, preteča DIP finansiranja kakvo postoji danas.

DIP finansiranje je postalo značajno i u obimu i po značaju u drugoj polovini 1990-tih. Dahiya et al. (2003) su izvršili prvu opsežnu empirijsku analizu uloge DIP finansiranja u stečajnim reorganizacijama. Na uzorku od preko 500 firmi u stečaju između 1988. i 1997. godine, autori su utvrdili da je DIP finansiranje bilo korišćeno u proseku u oko 46% pokrenutih stečajeva u drugoj polovini 1990-ih, dok svega u 8% slučajeva 1988. godine. Bharath et al. (2010) su pokazali da je u njihovm uzorku procenat firmi u stečaju koje su koristile DIP finansiranje sa 0% (nule) pre 1990. porastao na 67% u 2005. godini. Ayotte i Morrison (2009) su istakli da je u njihovom uzorku 50% firmi u stečaju pribavilo DIP finansiranje.

Sa rastućim značajem DIP finansiranja u Poglavlju 11, rasla je i kontrolna i monitoring funkcija DIP finansijera u upravljanju dužnicima u reorganizaciji. Postoje, međutim, suštinske razlike između savremenih reorganizacija sa DIP finansiranjem i *equity receivership* sa izvršiteljskim sertifikatima. U savremenim reorganizacijama, naime, DIP finansijeri imaju ključnu ulogu u upravljanju dužnikom, što nije bio slučaj u starijem aranžmanu.

Dahiya et al. (2003) su tvrdili da firme koje izdejtstvuju DIP finansiranje, imaju veće izgleda da uspešno okončaju stečaj od firmi kojima to ne pođe za rukom. Njima treba i manje vremena da razreše finansijske probleme. Ovi nalazi su još izraženiji ako DIP finansijeri imaju dobre informacije o dužniku iz ranijih kreditnih odnosa. Oni su konzistentni sa skrining i sa monitoring ulogom DIP finansijera. Skeel (2004) je utvrdio da se kontrola i upravljanje DIP finansijera ostvaruje posredstvom njihovog uticaja na izbor menadžmenta dužnika i posredstvom aktivnih i negativnih klauzula u ugovorima o kreditima.

DIP finansijeri često insistiraju na promeni menadžmenta dužnika neposredno po odobrenju zajma. U nekoliko studija je ukazano na izrazit rast smena generalnih direktora (*chiff executive officer*) u nedavnim reorganizacijama. Bharath et al. (2010) su smenu menadžmenta identifikovali u 38% slučajeva posle 2000. godine, što implicira rast od 65% u odnosu na nivo pre 1990. godine. Stope smena su značajne i među menadžerima koji poseduju velike pakete akcija u firmi dužnika. Ayotte and Morrison (2009) su utvrdili da 70% generalnih direktora u njihovom uzorku je smenjeno u roku

od dve godine od otvaranja stečaja. Prema tome, nalazi ovih studija ukazuju da stečajne reorganizacije više nisu mirne luke za ušančene menadžere (Senbet & Wang, 2012). DIP finansijeri uspostavljaju kontrolu, a često preuzimaju i upravljanje dužnicima, pritiscima da se menja menadžment.

DIP zajam je obično koncipiran kao revolving kredit sa kratkim dospećem (medijana roka dospeća je 1,5 godina) i strogim uslovima u svakom novom krugu finansiranja. Takva struktura zajma daje zajmodavcu značajnu moć nad odlukama dužnika u procesu reorganizacije. Ayotte i Morrison (2009) su identifikovali da su svi DIP zajmovi u njihovom uzorku bili obezbeđeni celokupnom imovinom dužnika. Većina DIP zajmova sadrži i klauzule koje nameću budžetska ograničenja po pojedinim stavkama, investiciona ograničenja, ciljeve koji izražavaju profitabilnost, kao i krajnje rokove za podnošenje planova. Ako dužnik krši bilo koju od navedenih klauzula DIP finansijeri su, po pravilu, u poziciji da preuzmu imovinu koja služi kao obezbeđenje, bez traženja sudskog odobrenja. To govori da DIP finansijeri aktivno koriste odredbe ugovora o kreditima kao sredstvo upravljanja dužnicima u nevoljama.

Sa stanovišta maksimizacije efikasnosti korporativnog stečajnog režima postavlja se pitanje da li je stroga kontrola DIP finansijera nad dužnicima poželjna. Preciznije, da li postojeća obeležja stečajnog režima sa moćnom pozicijom kreditora doprinose delotvornom skriningu preduzeća u stečaju i doprinose ozdravljenju i rehabilitaciji firmi koje su ekonomski sposobne za život, i likvidaciji imovine i gašenju firmi koje nemaju ekonomsku perspektivu. Tu postoji očita tenzija. Sa pozitivne strane, Skeel (2004) ističe da ako je stečajni sistem previše naklonjen dužnicima, i ostavlja ranijem rukovodstvu kontrolu nad imovinom dužnika, jak DIP finansijer može da predstavlja dragocenu protivtežu i da popuni očiglednu prazninu u procesu upravljanja. Veća smenjivost direktora i manje narušavanja pravila apsolutnog prioriteta, sa rastom značaja DIP finansiranja u reorganizacijama, potkrepljuju shvatanje da jaka *ex-post* kontrola rezultira manjim otuđenjem ranijih rukovodstava u reorganizacijama. DIP finansijeri imaju takođe izražen interes da sprečavaju stari menadžment da preduzimanjem rizičnih investicija ugrožavaju vrednost firme, a time se ublažava i problem preusmerenja rizika (*risk-shifting*) svojstven firmama u nevoljama.

Sa negativne strane, DIP finansijeri mogu da imaju prevelike podsticaje da primoraju dužnika da likvidira imovinu, zbog njihovog prioritarnog statusa u namirenju.

Baird and Rasmussen (2002) i LoPucki (2003) su smatrali da je upravo ova stroga kontrola kreditora nad dužnicima usloвила dramatičan rast *going concern* prodaja u stečajnim reorganizacijama. Drugi važan momenat jeste da DIP finansiranje može obeshrabriti čak i odmereno preduzimanje rizika koje bi moglo da poveća vrednost firmi u nevoljama, pošto DIP potraživanja kreditora imaju fiksiran prinos ako stvari krenu dobro. Međutim, ove negativne strane se mogu ublažiti ako DIP kreditori zadržavaju značajan poststečajni odnos sa dužnikom, što im, ipak, omogućava da uživaju koristi od toga što su stvari krenule dobro.

Uloga DIP finansiranja u savremenim stečajnim reorganizacijama je delom osvetljena. Ostaju, međutim, brojna pitanja na koja će se tražiti odgovori. Šta određuje odluke DIP finansijera? Kako upravljanje dužnicima od strane DIP finansijera utiče na efikasnost stečajnog procesa?

10.1.5. Prodaja imovine u Poglavlju 11

Izvorna reorganizacija u SAD je doživela još jednu suštinsku promenu, tzv. prodajama u skladu sa odredbama Odeljka 363. To je prodaja koja je moguća za imovinu koja nije od značaja za proces reorganizacije i koju odobrava sudija, bez saglasnosti kreditora. Prodaja imovine preduzeća u nevoljama može da se vrši pre i u stečaju. Odeljak 363 Stečajnog zakona SAD uređuje prodaju imovine u stečajnoj reorganizaciji. Glavna prednost takve prodaje jeste što kupcu obezbeđuje kupovinu imovine slobodne i čiste od obezbeđenja i prioriteta u naplati.

Mnogi posmatrači ocenjuju da su odredbe Odeljka 363 značajno doprinele efikasnosti Poglavlja 11. Po njima, one su omogućile brze prodaje i brzo razrešenje problema alokacije imovine. Posle toga, kupac daleko bolje zna što će sa njom.

Mnogi ugledni pojedinci iz akademske zajednice ne dele to mišljenje. White (2010), na primer, ističe da je Odeljak 363 koncipiran da omogući firmi u Poglavlju 11 da proda nepotrebnu imovinu, poput zasterelih pogona, nekretnina koje se ne koriste ili drugih sredstava koje ne doprinose poslu koji će iskrsnuti posle usvajanja plana. White (2010) ističe, međutim, da su od 1980-tih godina dužnici počeli da koriste Odeljak 363 na način koji je suprotan duhu Poglavlja 11. U mnogo slučajeva dužnici su prodali žive delove biznisa posredstvom Odeljka 363 i ostavili su samo mrtvu imovinu za kasniju

likvidaciju. U ovim transakcijama dužnik u posedu je prodao živi biznis iz stečajne mase za gotovinu. Uprkos kontroverzi oko legaliteta i razboritosti takvih prodaja, one su danas široko rasprostranjen metod sprovođenja reorganizacija posrnulih firmi. Kako ističe White (2010), Chrysler i General Motors su nedavno napustili stečaj na sporedna vrata prodajom po Odeljku 363.

U širim akademskim, a i u krugovima pravnika ova praksa se dovodi u pitanje. Glavna kritika se svodi na to da ovakva prodaja lišava kreditore zaštite koja je sadržana u procesu predlaganja i usvajanja planova. Vrlo je teško dobiti potvrdu plana koji nije izglasan od svake klase kreditora. U prodajama po Odeljku 363, međutim, nema glasanja, i kreditori se pribojavaju da dužnik u posedu udružen sa nekim kreditorom može da izdejstvuje prodaju koja je na štetu drugih kreditora. White (2010) takve koalicije upoređuje sa onima iz XIX veka, iz aranžmana poznatog kao *equity receivership*, koji je zbog neefikasnosti napušten. Kao odgovor na ove kritike često se čuje da ove prodaje štede novac jer skraćuju Poglavlje 11.

Prethodna elaboracija ukazuje da je u novim okolnostima od presudnog značaja distinkcija između *ex ante* i *ex post* kontrole stečajnog procesa. Prva je kontrola pre nego što se stečaj pokrene, a druga nakon što je stečaj pokrenut. Brojni istraživači ukazuju da je *ex post* kontrola u novim okolnostima presudna i da su nju odavno preuzeli kreditori. Miller i Waisman (2004) ovaj fenomen slikovito nazivaju „kreditor u posedu“, sa očiglednom namerom da ukažu da je ranija moć dužnika u stečajnoj reorganizaciji svedena na *ex ante* kontrolu koja je sve manje relevantna, a da su ključnu kontrolu preuzeli kreditori.

Broadie, et al. (2007) smatraju da je stroga *ex post* kontrola kreditora, nakon što dužnik uputi zahtev za pokretanjem stečaja, efikasna pošto je maksimizacija namirenja vrlo blisko povezana sa prvim najboljim ishodom – maksimizacijom vrednosti firme kada je ona u stečaju. Međutim, autori su analizu sprovedeli u uslovima skoro perfektnih tržišta. Bilo bi interesantno videti da li bi zaključci važili u uslovima tržišnih imperfekcija, poput asimetričnih informacija između vlasnika i kreditora.

10.2. Evropske zemlje

10.2.1. UK

Reforma 2002

Inicijalno korporativni stečaj u UK bio je uređen Zakonom o insolventnosti iz 1986. godine (*Insolvency Act 1986*). U ovoj legislativi su postojala dva aranžmana usredsređena na spasavanje firmi: *administracija (administration)* i *kompanijski dobrovoljni aranžmani (company voluntary arrangement CVA)*, ali su oni u praksi imali tek marginalni značaj, u odnosu na dominantne postupke *likvidaciju* i *prinudnu upravu (administrative receivership)*. Legislativa u UK je značajno promjenjena usvajanjem *Enterprise Act* iz 2002. godine.

Smatralo se da postojeće zakonodavstvo ne promoviše u dovoljnoj meri kulturu spasavanja ('*rescue culture*'). To je bilo zbog toga što su obezbeđeni kreditori sa *floating charge* bili u poziciji da blokiraju zahteve za pokretanjem *administracije* ili predložene *CVA* imenovanjem prinudnog upravnika (*receiver*). Ukidanjem prava imenovanja prinudnog upravnika, smatralo se da će se povećati broj i *administracija* i *CVA*, a time i broj preduzeća koja bi se u stečaju spasavala.

Reforma je imala za cilj da olakša ozdravljenje preduzeća i da obezbedi veće namirenje kreditorima u celini. Ove ciljeve je trebala da ostvari sledećim promenama. Prva, predviđeno je da se prinudna uprava zbog brojnih razloga napusti. Smatralo se da je ovaj postupak davao preteranu moć imaćima *floating charge*, koji zbog obezbeđenog statusa nisu imali zdrave podsticaje da spasavaju firme. Druga promena predviđala je preoblikovanje postupka administracije. Ključna intencija nove legislative je bila da se zadrže prednosti prinudne uprave – brzina i fleksibilnost, ali da se istovremeno proširi odgovornost administratora prema svim poveriocima. Stoga je olakšan ulazak u administraciju mogućnošću imenovanja administratora van sudova – kako imaćima *floating charge* (kao kompenzacija za ukidanje prinudne uprave) tako i dužnicima. Međutim, kada je administrator imenovan, on je morao da se drži hijerarhije ciljeva koja je propisana zakonom i da obrazloži odluke koje odstupaju od te hijerarhije.

Prelaznim odredbama promena je uvedena postupno. Administracija je postala ključni mehanizam formalnog ozdravljenja firmi, i naglasak na upravljanje u novom režimu približilo je zakonodavstvo insolventnosti više privrednom pravu, a udaljilo ga od stvarnog prava.

Firma sa ograničenom odgovornošću u UK postaje insolventna kada ne može da servisira svoje dospеле obaveze ili kada obaveze, uključujući i uslovne, prevazilaze vrednost imovine. To je kritična tačka u životnom veku firme jer predstavlja trenutak kada se menja odgovornost direktora. Oni prestaju legalno da budu odgovorni prema vlasnicima i postaju odgovorni prema kreditorima. To znači da direktori tada treba da budu izrazito pažljivi kada razmatraju da li da nastave poslovanje, ili ne. Svaki direktor koji zna da je kompanija insolventna i odlučuje da nastavi poslovanje, time povećava njene dugove i zbog toga može da se učini odgovornim za štetu koju time prouzrokuje poveriocima.

Ova odgovornost u UK uvedena je odredbama o nedozvoljenom poslovanju (*wrongful trading*) još iz Zakona o insolventnosti iz 1986 (*Insolvency Act 1986*). U stečajnom zakonodavstvu UK nedozvoljeno poslovanje nastaje kada direktori firme nastavljaju njeno poslovanje nakon tačke kada: su znali ili je trebalo da znaju da nije bilo izgleda da se izbegne likvidacija; nisu preduzeli sve potrebne korake da minimiziraju potencijalne gubitke kreditora. Odredbe o nedozvoljenom poslovanju su uvedene da bi se kreditori namirili od onih koji su odgovorni za loše upravljanje insolventnim firmama. Koncept je uveden kao komplement konceptu prevarnog poslovanja (*fraudulent trading*). Prilikom utvrđivanja nedozvoljenog poslovanja nije potrebno utvrđivanje prevarne namere (koja iziskuje komplikovan dokazni postupak).

U UK se firmama u nevoljama i njihovim stejkholderima nudi ceo niz postupaka: likvidacija, koja je najučestalija (u 85% slučajeva), administracija (u 5%) i prinudna uprava (u 10% slučajeva) (Blazy et. al. 2010). Naredni prikaz je usredsređen na četiri postupka karakteristična za UK, a to su: likvidacija, administracija, prinudna uprava i CVA.

Likvidacija

Likvidacija je najčešći ishod finansijskih nevolja u UK. Postoje tri vrste likvidacija: prinudna likvidacija (*compulsory liquidation*); likvidacija voljom kreditora (*creditor voluntary liquidation*); i voljna likvidacija (*member voluntary liquidation*).

Prinudna likvidacija se sprovodi u vrlo širokom spletu okolnosti: nelikvidnost; nastupajuće/preteće finansijske nevolje, gubitak poslova u dužem periodu ili manje od dva partnera u biznisu. Zahtev za pokretanje prinudne likvidacije može da podnese i dužnik i kreditori. Drugi i treći tip likvidacija, kao što im naziv kaže, pokreću se voljno. *Likvidacija voljom kreditora* se odigrava kada dužnik ne može da otplati dugove jer je firma insolventna. *Voljna likvidacija* se događa kad vlasnici odluče da je sprovedu, a firma ima dovoljno sredstava da otplaćuje sve svoje obaveze. Zbog toga ovaj tip likvidacije nije predmet dalje analize.

Za svaki postupak se imenuje likvidator. Za većinu kreditora važi automatska zabrana izvršenja. Izuzetak su neki obezbeđeni kreditori. Likvidacija završava prodajom imovine u delovima ili prodajom firme kao *going concern*. Kada je unovčenje imovine sprovedeno, deobna masa se deli u skladu sa sledećim apsolutnim pravom prioriteta: najpre se namiruju troškovi stečaja, potom obezbeđeni kreditori; zatim preferencijalni/prioritetni; i na kraju neobezbeđeni.

Administracija

Administracija je postupak koji nudi mogućnost reorganizacije firme, pripreme kompanijskog dobrovoljnog aranžmana (*company voluntary arrangement CVA*) sa njenim kreditorima ili planiranja njene likvidacije. Postupak implicira imenovanje administratora od strane suda na predlog kreditora ili dužnika. On zamenjuje ranije rukovodstvo i ima fiducijarnu odgovornost prema svim akterima, ili obavezu zaštite interesa svih involviranih strana – i kreditora i dužnika.

U administraciji svim kreditorima se nameće moratorij u vidu zabrane izvršenja i namirenja, a kompaniju vodi administrator vodeći računa o interesima svih strana. Ključno obeležje ovog postupka jeste zakonska hijerarhija ciljeva koju administrator treba da sledi.

Postupak mogu da pokrenu dužnik ili kreditori. Dva uslova su neophodna za pokretanje administracije. Prvi je da dužnik bude insolventan. Drugi je da je misija

administratora ostvariva. Administrator priprema ili plan reorganizacije u (8% slučajeva) ili priprema CVA (u 11% slučajeva) ili organizuje likvidaciju (u 45% slučajeva kao prodaju u delovima, a u 36% slučajeva kao *going concern* prodaju) (Blazy et.al. 2010). Kada se sprovodi reorganizacija, administracija se završava glasanjem kreditora koji prihvataju ili odbijaju plan. Nameće se zaključak da kreditori nisu pasivni u procesu odlučivanja, iako on ostaje pod okriljem sudova, a oni mogu da nametnu druga rešenja ako plan nije izglasan.

Prinudna uprava (administrative receivership)

Prinudna uprava je imala kao obeležje izrazitu usredsređenost na jednu stranu u stečajnom postupku i zato nije ni mogla da se smatra istinskim stečajnim postupkom. Prinudni upravnik u ovom postupku nije imao sudski mandat, već prevashodnu odgovornost prema strani koja ga je imenovala. To je bila, po pravilu, banka koja je imala obezbeđenje u obliku *floating charge*. Prema neobezbeđenim poveriocima on skoro da nije imao nikave obaveze – sem da ih obaveštava da je imovina unovčena.

Znalo se da je prinudna uprava neefikasan postupak, jer nije maksimizirao vrednost za sve kreditore. U njemu je postojao očit raskorak između interesa banke koja je imenovala prinudnog upravnika, i koji je sledio samo njene interese, a ne i interese neobezbeđenih kreditora koji nisu bili zaštićeni. U mnogo slučajeva vrednost je mogla da se maksimizira nastavkom poslovanja, dok se ne bi našao kupac koji bi kupio imovinu kao *going concern*. Ali to je zahtevalo vreme i impliciralo procene koje su neizvesne. Sa druge strane, pak, ako je imovina mogla da se proda rasparčana za više nego što je banka potraživala, njen zastupnik je prirodno preferirao ovu opciju, kao bržu i izvesniju; iako je generisala manju vrednost za sve poverioce.

Banke su u dugoročnim kreditnim odnosima sa firmama koje su dospеле u nevolje stekle dragocene informacije, kako o njihovim poslovima, tako i o njihovim rukovodstvima. Glavna prednost *prinudne uprave* se upravo ogledala u tome što je bankama preko izvršitelja omogućila da deluju koristeći te informacije, bez upliva strana koje su manje informisane. Njena mana bila je što u slučajevima kada je vrednost imovine firme bila veća od potraživanja banke, ništa banku nije obavezivalo na očuvanje firme ili biznisa dužnika.

Značaj prinudne uprave je znatno opao posle 2003. godine. Napuštanje prinudne uprave označilo je kraj stečajnog režima u kome su stečena prava jednog kreditora mogla da odrede u celini razrešenje postupka insolventnosti. Njenu efikasnost su detaljno razmatrali Armour i Mokal (2005).

Pored najbrojanih postoji i četvrti postupak **kompanijski dobrovoljni aranžman** (*company voluntary arrangement*) čiji je cilj da olakša neformalna poravnanja pod okriljem sudova. Zapravo ovaj aranžman i nije stečajni postupak – pre bi se moglo reći da je pred-stečajni, pošto obustava plaćanja nije preduslov njegove inicijacije.

10.2.2. Francuska

Društvena i finansijska efikasnost stečaja

Francuski stečajni sistem obeležavaju brojne specifičnosti koje ga čine ne samo interesantnim nego i jedinstvenim. Francuska legislativa, naime, specificira ne samo ciljeve stečajnog postupka nego i njihovu hijerarhiju. Prvi cilj po rangu jeste održavanje operacija ili poslovanja firme. Drugi je očuvanje zaposlenosti. Treći cilj po rangu jeste namirenje poverilaca.

Zbog toga francuski autori razlikuju društvenu i finansijsku efikasnost stečajnog zakonodavstva. Za razliku od finansijske efikasnosti koja se sagledava na osnovu namirenja poverilaca Blazy at all. (2007) ističe da društvena efikasnost stečaja ima dve komponente. Nastavak poslovanja je najbolji način za očuvanje zaposlenosti ali je važno i za smanjenje domino efekta stečaja. Očuvanje zaposlenosti je jasno i ne zahteva dodatni komentar. Domino efekat stečaja već zahteva elaboraciju. Dobavljači koji po prirodi posla kreditiraju svoje poslovne partnere, u stečaju su, po pravilu, neobezbedeni poverioci. Stečajem svojih partnera i nemogućnošću da naplate svoja potraživanja, bivaju uvučeni u finansijske nevolje. Domino efekti su najveći kada veliki subjekti idu u stečaj, a kada su njihovi dobavljači sitni subjekti. Čak i male obaveze velikih subjekata su velika potraživanja sitnim dobavljačima, koji stečajem krupnih partnera lako ulaze u nerazrešive finansijske nevolje. Stoga, smanjenje domino efekta stečaja doprinosi njegovoj društvenoj efikasnosti.

Jedna od specifičnosti stečajnog režima u Francuskoj jeste i to što trgovinski sudovi imaju realnu moć u donošenju odluka: stečajni sudija odlučuje o usvajanju plana

i ne postoje pravila za njihovo izglasavanje, niti pojedine klase neprihvatanjem mogu sprečiti njihovo usvajanje. U Francuskoj sudije imaju i veliku diskreciju u diskriminaciji konkurentnih ponuda u slučaju *going concern* prodaja.

U Francuskoj stečaj pokreću sami dužnici, poverioci i sudovi. Preduzeća moraju da pokrenu stečaj od momenta kada postanu tehnički nesolventna. Kašnjenje implicira odgovornost menadžera za ekonomske posledice takve odluke. Stečajni postupak mogu da pokrenu i poverioci, kako obezbeđeni tako i neobezbeđeni, i to bez obzira na veličinu potraživanja. Poverilac, međutim, treba da dokaže da je dužnik u stanju tehničke insolventnosti. Najzad, stečajni postupak pokreću i nadležni sudovi, ako ustanove da preduzeća registrovana u njihovim jurisdikcijama postaju nesolventna.

Od sprovedenih reformi stečajne legislative 1985. i 1994. godine u Francuskoj su ustanovljena dva formalna stečajna postupka koja administriraju sudovi. Prvi, sudski oporavak (*redressement judiciaire*) ima za cilj nastavak poslovanja ili posredstvom plana reorganizacije ili *going concern* prodajom dužnika. Drugi, sudska likvidacija (*liquidation judiciaire*) je klasični postupak likvidacije imovine dužnika.

Pored ovih postupaka postoje i mehanizmi vansudskog poravnanja: postupak zaštite (*Procédure de sauvegarde*); *Mandat ad hoc* i *Procédure de conciliation*. U nastavku se svaki postupak elaborira detaljnije.

Predstečajni postupci

Finansijske nevolje su visoko osetljivo pitanje i firme uopšte drže tu temu kao tajnu, što je više moguće. To je zbog toga što obelodanjivanje teškoća može da alarmira širok krug stejkholdera, od dobavljača pa do kupaca i finansijera. Dobavljači traže avansno plaćanje, kupci odustaju od kupovina, a finansijeri pribegavaju racioniranju. Sve to doprinosi daljem produbljivanju nevolja. Zato je vrlo važno da firme prilikom obelodanjivanja teškoća dobiju određenu sudsku zaštitu, kako bi se predupredili dalji negativni efekti i izbegle nove nevolje. Predstečajni postupci koji dužnicima pružaju određenu sudsku zaštitu, služe upravo toj svrsi. U zemljama gde su oni dobro koncipirani, može se očekivati da firme blagovremeno otpočnu rešavanje svojih finansijskih problema. Francuska je jedna od zemalja sa vrlo razrađenim takvim mehanizmima.

Postupak zaštite (Procédure de Sauvegarde)

Postupak spašavanja je bio ugaoni kamen reforme iz 2006. godine (*Loi de Sauvegarde des Entreprises*). Nosio je naziv „san dužnika“, a bio je koncipiran nalik Poglavlju 11 u SAD. Postupak su mogle da pokrenu samo firme koje su mogle dokazati da su u teškoćama koje ne mogu prebroditi, iako nisu obustavile plaćanje. Ovaj kriterijum je kasnije ublažen 2008. godine, pa teškoće više nisu morale da rezultiraju insolventnošću, što je postupak učinio primenljivijim. Firme koje su postale insolventne nisu mogle da pokrenu ovaj postupak. Ako je obustava plaćanja nastupila tokom postupka, pokrenuta je sudska reorganizacija.

Ovaj postupak implicira da rukovodstvo ostaje na svojoj funkciji, a strane imaju rok da postignu sporazum o restrukturiranju, koji sud može i produžiti. U ovom periodu rukovodstvo nadzire administrator – ekspert i pet kreditora. Ovaj mehanizam je koncipiran da se ublaži problem asimetričnih informacija.

Postupak je usredsređen na spašavanje entiteta koji omogućava nastavak poslovanja celog preduzeća, za razliku od spašavanja biznisa kao što je *procédure de conciliation*, gde se prodaje biznis koji preuzima novu legalnu formu. U aranžmanu postoji sveobuhvatna obustava naloga izvršenja i obezbeđenih i neobezbeđenih kreditora kao i embargo na dospeće svih dugova, u duhu francuske tradicije neblagonaklonosti prema kreditorima.

Administrator ima ovlašćenja da raskine komercijalne ugovore i ugovore o zakupu, ali ne i ugovore o radu. Sporazum o restrukturiranju implicira promene u strukturi kapitala dužnika, promenu rukovodstva, prodaju imovine ili celih pogona, mada ne eksplicitno i celog biznisa niti njegovu razgradnju.

Plan se glasa u tri klase kreditora: dobavljača, kreditora i vlasnika obveznica. Smatra se usvojenim ako ga izglasa više od 50% kreditora po broju i više od dve trećine po potraživanjima. Postupak implicira i *cram-down* mehanizam. Ako se plan ne usvaji, nastavljaju se dalje konsultacije pred sudom. Konačno, usvojen plan odobrava sud koji proverava da li su uvaženi interesi svih kreditora. Na početku 2011. godine, ovaj postupak je dopunjen brzom opcijom *sauvegarde financière accélérée* koja obuhvata samo kreditore, a ne i dobavljače.

Mandat ad hoc i Procédure de Conciliation

Mandat ad hoc je dobrovoljni sporazum između dužnika i kreditora pod nadzorom administratora koga imenuje sud (*mandator ad hoc*). U praksi, dužnik često predlaže eksperta koji dobro poznaje firmu. Ovaj postupak dužnici mogu da koriste samo pre nego što nastupi insolventnost. Pre obustave plaćanja (*pre-cessation de paiements*) pruža firmama samo ograničene pogodnosti i ovlašćenja i ne predviđa ni mehanizam obustave izvršenja, niti mehanizam nametanja nesaglasnim kreditorima. Zbog toga se često neobezbeđeni kreditori moraju kompenzovati trajnim kapitalom, da bi se postigla jednoglasnost. Kada se takav sporazum o restrukturiranju obaveza postigne, nije potrebna njegova sudska validacija.

Postupak pomirenja (procédure de conciliation) predstavlja zamenu za sudske poravnaje koje je postojalo pre reforme. Ono je važno jer podstiče prodaju imovne kao *pre-pack* administracija u UK.

Formalni postupci

Reorganizacija. Svrha reorganizacije jeste da omogući nastavak poslovanja firmi. Ona implicira pripremu usvajanja plana reorganizacije. Plan se koncipira uzimajući u obzir interese kreditora. U reorganizaciji, za razliku od spašavanja (*saveguard*), kreditori ne glasaju o planu. Isključivo pravo odlučivanja o njemu ima sud. Plan ne može da uvede otpis dugova kreditorima, ali može da namete njihovo odlaganje (najduže do 10 godina).

Reorganizacija se pokreće kada postupak spašavanja (*procédure de sauvegarde*) ne uspe. Sud tada pokreće reorganizaciju koja je eminentno sudski postupak za insolventne firme. On je sličan postupku *procédure de sauvegarde* u određenim aspektima. Razlika je u tome što postupak reorganizacije mogu da pokrenu i kreditor i sud. Pored toga sud ima ovlašćenje da smeni rukovodstvo i imenuje stečajnog upravnika, i to obično i čini. Iako je restrukturiranje još uvek načelno moguće – jasno je da je zakonodavac mogućnost restrukturiranja vezao za predstečajni postupak.

Reorganizacija se redovno pokreće kad je dužnik insolventan i sud na prvom ročištu oceni da je rehabilitacija dužnika moguća. Posredi je klasičan postupak koncipiran da omogući dužnicima prevladavanje finansijskih problema. Ciljevi postupka po redu prioriteta su: da omogući nastavak delatnosti firmi; očuvanje

zaposlenosti i, konačno, namirenje poverilaca. To govori da stečajni sistem pruža vrlo snažnu podršku insolventnim preduzećima pod okriljem formalnog postupka reorganizacije.

Likvidacija. Kad svi drugi postupci propadnu, sud sprovodi likvidaciju. Slučaj likvidacije u najvećoj meri izražava posvećenost očuvanju radnih mesta u francuskoj legislativi. A to se ogleda u tome što se i u likvidaciji favorizuje prodaja firme kao celine, jer se samo tako izbegava gubitak radnih mesta. Kada se firma prodaje – radnici imaju visok prioritet u namirenju. Likvidacija se sprovodi i kada na prvom ročištu sud utvrdi da je preduzeće tehnički nesolventno, da ne radi i da je rehabilitacija nemoguća. Posle reformi 2005-8. godine prodaja dužnika kao pravnog lica više nije deo postupka reorganizacije već likvidacije.

Likvidacija podrazumeva imenovanje lica (likvidatora) koje predstavlja prevashodno interese kreditora. On unovčava imovinu dužnika i iz raspoloživih prihoda namiruje poverioce uvažavajući obezbeđenje potraživanja i red prioriteta. Ne postoji vremensko ograničenje postupka sudske likvidacije. Ono prestaje kada više nije realno očekivati prihode od prodaje imovine. Unovčenje se obavlja javnim postupcima koji impliciraju nadmetanje. Kreditori nemaju pravo da obustavljaju odluke administratora, jedino mogu preneti svoje stavove posredstvom predstavnika kreditora, kojeg imenuje sud.

10.2.3. Švedska

Model obaveznih gotovinskih aukcija

Švedski model korporativnog stečaja je jedan od modela koji pobuđuje najviše pažnje u svetu; kako u teorijskim tako i u empirijskim istraživanjima. On je jedinstven po tome što je sličan, ako ne i identičan, nekim predlozima koji postoje u literaturi, a imaju za cilj da se usled inherentnih nedostataka stečajna reorganizacija zameni obaveznim aukcijama, čime se proces pregovaranja svojstven reorganizaciji zamenjuje tržišnim mehanizmom. Obavezne gotovinske aukcije su ključni element stečajnog procesa u Švedskoj.

Pored obaveznih aukcija u Švedskoj, kao alternativa za nesolventna preduzeća, postoji i usaglašavanje (*composition* ili *ackord*), postupak za reprogramiranje

neobezbeđenih potraživanja koji se sprovodi pod sudskim nadzorom. Ovaj postupak, međutim, ne obezbeđuje zaštitu dužnika od obezbeđenih i poverilaca sa prioriternim potraživanjima i zbog toga se skoro nikad ne koristi. Jednom rečju, postupak je teško dostupan dužnicima, iako je možda ka njima orijentisan, ako bi se zaista pokrenuo. Zbog toga, usaglašavanje u Švedskoj nije ni relevantna alternativa neformalnim poravnanjima. Ako neformalno poravnanje ne može da se postigne, alternativa je prodaja imovine aukcijom. Prema tome, Švedski model se u velikoj meri može izjednačiti sa modelom obaveznih aukcija koji se predlaže u literaturi. Stečajna praksa u Švedskoj, sa druge strane, predstavlja svojevrsnu laboratoriju za empirijsko istraživanje novina, koje se predlažu u teorijskim razmatranjima stečaja.

U švedskom sistemu obaveznih aukcija ranije rukovodstvo firme koje pokreće stečaj odmah zamenjuje nezavisni poverenik koji imenuje sud sa fiducijarnom odgovornošću prema poveriocima. Poverenik organizuje prodaju imovine dužnika otvorenom rastućom aukcijom engleskog tipa – ili u delovima ili kao *going concern*. Kada se sprovodi *going concern* prodaja, ona se obavlja prodajom postojećeg preduzeća kao pravnog lica, pripajanjem imovine i operacija firmi kupca ili prodajom posebne firme koja se otvara kao u slučajevima *leverage buyout* transakcija. Aktivnost firmi koje se spremaju za *going concern* prodaje stečajnim aukcijama je zaštićena obustavom izvršenja od strane poverilaca. Drugim rečima, čim poverenik preuzme dužnost, servisiranje dugova je obustavljeno i poverioci više ne mogu realizovati svoje naloge izvršenja. Aukcije po pravilu privlače 3-4 ponuđača, a plaćanje se isključivo vrši gotovinom.

Gotovina koja se obezbeđuje aukcijskom prodajom imovine raspoređuje se poveriocima strogo saglasno pravilu apsolutnog prioriteta. Plaćanje administrativnih i troškova stečajnog postupka ima prioritet, kao i servisiranje DIP izvora finansiranja. Oni imaju karakter super prioriternih potraživanja. Potom slede obezbeđena potraživanja koja se namiruju iz sredstava od prodaje imovine koja služi kao hipoteka, a svaki nenamireni deo se (ako je vrednost imovine manja od duga) tretira kao neobezbeđeno potraživanje. Slede zatim potraživanja po fiksnim i promenljivim obezbeđenjima. Prema velikoj većini preduzeća poverioci imaju potraživanja obezbeđena promenljivim obezbeđenjem, odnosno pokretnom imovinom dužnika poput opreme, zaliha i/ili potraživanja (Thornburn, 2000). Pre pokretanja stečaja imovinska

osnova promenljivog obezbeđenja može da se poveća ili suzi; po volji rukovodstva može se, na primer, kupiti nova oprema, smanjiti ili povećati zalihe. Pojedinačna imovina koja je deo promenljivog obezbeđenja može da bude i predmet fiksnog obezbeđenja. U ovom slučaju imovina ne može da se otuđi bez odobrenja poverioca. Pred sam kraj reda su prioriteta neobezbeđena potraživanja – za poreze, zarade i reviziju. I na kraju su neobezbeđena potraživanja.

Prema nalazima do kojih je došla Thornburn (2000) većina švedskih preduzeća u stečaju (74% uzorka) se prodaje kao *going concern*. Ove visoke stope preživljavanja predstavljaju iznenađenje posebno kada se uzme u obzir da ne uključuju neformalna poravnanja. Sa njima stope preživljavanja u Švedskoj su i veće. U tome veliku ulogu imaju banke koje u značajnoj meri doprinose uspehu aukcija. Likvidacija firmi kao celih entiteta u Švedskoj je vrlo često unapred pripremljena (*pre-packaged*) od strane vodeće banke koja nalazi i finansira kupca takve firme. Često se dešava i da je kupac stari (prethodni) vlasnik koji dobija zajam od banke da bi kupio firmu u likvidaciji. U ovom slučaju banka kao obezbeđeni poverilac organizuje stečaj. Ako se prodaja obavlja kao *going concern* firma dužnik ostaje celovita i bez obaveza prema neobezbeđenim poveriocima. U unapred pripremljenim aukcijama glavna imovina dužnika se prenosi kupcu za gotovinu. Firma u problemima, međutim, mora da pokrene stečaj pošto je vrednost njene imovine manja od ukupnih obaveza. Da bi prodaja na aukciji bila validna, ugovor moraju da potvrde obezbeđeni poverioci i stečajni poverenik. Na taj način firma se oslobađa neobezbeđenih obaveza.

To upućuje na zaključak da aukcijski sistem u praksi ostvaruje veliki broj ciljeva koje ostvaruje stečajna reorganizacija. Isto tako, pogrešna je i predstava da likvidacije generalno podrazumevaju rasparčavanje imovine firmi. Saglasno tome, kritike da stečajni sistemi usredsređeni na kreditore uzrokuju previše zatvaranja firmi nisu osnovane, bar u slučaju Švedske.

Empirijske konsekvence modela

Empirijska istraživanja stečajnog procesa u Švedskoj ukazuju i na nekoliko vrlo jedinstvenih tendencija. Jedna je da postupak unovčenja imovine traje vrlo kratko, svega oko 2,4 meseca, što je znatno kraće nego bilo gde u svetu (Thornburn, 2000). Tome svakako doprinosi i švedsko zakonodavstvo koje ograničava vođenje postupaka duže od

godinu dana, osim u izuzetnim slučajevima koje odobrava sud. U takvim okolnostima brzina kojom poverenici završavaju postupke direktno utiče na njihovu reputaciju i na buduća zaposlenja. Pošto su vremenski ograničeni zakonom, a i činjenicom da često istovremeno vode više postupaka, oni su podstaknuti da prodaju firme što brže.

Jedna od najvećih načelnih primedbi primeni aukcija u stečaju jeste to što je tržište imovine firme u nevoljama nelikvidno, što neminovno vodi prodaji po bagatelnim cenama. Međutim, u Švedskoj postoje dve pojave koje ublažavaju ovu tendenciju. Na jednu skreću pažnju Eckbo i Thorburn (2007) i ona se ogleda u tome da su na aukcijama ponude često strukturirane kao *leveraged buyouts*. Time se prevazilazi ne samo nelikvidnost potencijalnih učesnika iz istog sektora koji je u recesiji kao i dužnik, nego i problem nedovoljnog investiranja ako se kupac suočava sa problemom *debt-overhang*. Druga pojava jeste prodaja imovine starom vlasniku (*saleback*) koja doprinosi da se značajno smanje gubici vrednosti u periodima kada sektor pogađa recesija. Finansijski stariji vlasnici kao kupaca su, naravno, banke koje su poverioci sa problemima u naplati potraživanja od firme koja se nalazi u stečaju. Stromberg (2000) je pokazao da verovatnoća da stari vlasnici otkupe imovinu firme u stečajnoj aukciji raste sa stepenom zaduženosti u datoj industriji i operativnim performansama, a opada sa proporcijom nespecifične imovine.

Eckbo i Thorburn (2007) su modelirali učešće na aukcijama obezbeđenog poverioca sa problemom u naplati potraživanja od firme u stečaju. Oni su pokazali da što je veći problem naplate, banka ima veći podsticaj da obezbeđuje kredit potencijalnim učesnicima aukcije i time ohrabri agresivno nadmetanje. Time banka povećava očekivani stepen namirenja svojih potraživanja. Autori su pokazali da banke vrlo često svojim kreditiranjem ranijih vlasnika povećavaju likvidnost aukcija.

Činjenica da se veliki deo gotovine za učešće na aukcijama obezbeđuje iz bankarskih kredita, koji se često odobravaju i ranijim vlasnicima i/ili u *leverage buyout transakcijama*, otvara jedno pitanje sa širim implikacijama: pitanje podsticaja i mogućnosti da glavni kreditor koji je poverilac firme u stečaju utiče na ishod aukcije. Teorijska istraživanja ukazuju da u sistemu obaveznih aukcija postoji sklonost poverilaca da učestvuju u aukcijama i da prelicitiraju i tako značajno utiču kako na broj učesnika i likvidnost aukcije tako i na efikasnost njenog ishoda. Ovo pitanje će biti

detaljnije razmatrano u posebnom poglavlju gde se teorijski analiziraju efekti aukcija u stečaju.

Empirijsko istraživanje ovog fenomena u Švedskoj u velikoj meri potvrđuje upliv kreditora na ishod aukcija. Eckbo i Thorburn (2009) su pokazali da kreditori imaju ne samo podsticaje nego i mogućnost da utiču, ne samo na likvidnost nego i na alokativnu efikasnost stečajnih aukcija. Mehanizam delovanja kreditora se unekoliko razlikuje od mehanizama koji se nalaze u teorijskim modelima. U Švedskoj banke kao glavni kreditori ne mogu ni da učestvuju u aukcijama niti da odbiju prodaju time što fiksiraju neki minimalni prag ili minimalnu cenu prodaje. Ali zato banke mogu povećati svoje očekivane prinose finansiranjem potencijalnih učesnika aukcije, ako zauzvrat sa njima usaglašavaju zajedničke strategije učešća na aukciji. Eckbo i Thorburn (2009) su utvrdili da su finansijski aranžmani banaka i potencijalnih učesnika aukcija uobičajeni i da pobedničke ponude rastu sa teškoćama naplate dugova od strane banke. Autori su potvrdili i da optimalna ponuda koalicije prevazilazi privatno vrednovanje učesnika za iznos koji raste takođe sa delom duga koji banka ne može naplatiti. Time je potvrđena hipoteza prelicitiranja.

U teoriji je predviđena i mogućnost da prelicitiranje rezultira time da na aukciji koalicija pobedi efikasnijeg učesnika, što ima za posledicu alokativnu neefikasnost, jer predmet pripada učesniku koji ga ne vrednuje najviše. Autori, međutim, ne nalaze empirijsku potvrdu ove hipoteze u poststečajnim operativnim performansama preduzeća koja su prodana na aukcijama. Ali je utvrđeno da je restrukturiranje učesnika aukcija finansiranih od strane banaka relativno rizično, pošto oni imaju veću sklonost da ponovo pokrenu stečaj.

Gornje razmatranje upućuje na nekoliko zaključaka. Jedan zaključak je da sistem obaveznih aukcija u praksi ostvaruje veliki broj ciljeva koje ostvaruje stečajna reorganizacija. Drugi zaključak jeste da je pogrešna predstava da likvidacije generalno impliciraju rasparčavanje imovine firmi. Saglasno tome, kritike da stečajni sistemi usredsređeni na kreditore uzrokuju previše zatvaranja firmi nisu osnovane, bar u slučaju Švedske. Stromberg (2000) je pokazao da verovatnoća prodaje firme ranijem vlasniku raste sa specifičnošću njene imovine.

10.3. Generalizacija

10.3.1. Raspored moći između dužnika i poverilaca

Uporedna analiza stečajne legislative ukazuje na brojne fenomene. Njihova manifestna pojava, međutim, ne mora uvek da upućuje na pravi zaključak. Zbog toga se ovi zaključci u nastavku kombinuju s rezultatima relevantnih empirijskih istraživanja.

Jedan od zaključaka jeste da je u različitim zemljama moć nejednako delegirana različitim stranama u stečajnom procesu. U SAD moć je dodeljena ranijem menadžmentu, bar deklarativno. U praksi je došlo do promene, a da ona nije izazvana promenom legislative stečaja. U UK moć je u dugom periodu data kreditorima sa obezbeđenjem u obliku *floating charge*, ali je ova tendencija promenjena legislativom. U Švedskoj i Francuskoj stečajni sudovi imaju punu kontrolu nad celim procesom.

Sledeća pravilnost koja se nameće jeste da svaki sistem implicira troškove i koristi. Uopšteno govoreći, postojeći menadžment je strana koja je najbolje informisana o ekonomskoj situaciji u kojoj se firma nalazi, kao i o njenoj sposobnosti za život. I to je najjači argument zašto menadžment treba da zadrži kontrolu nad imovinom u reorganizaciji. Ali postojeći menadžment je pristrasan prema nastavku poslovanja dužnika, čak i onda kada to nije najbolje rešenje. Zbog toga je sistem SAD često kritikovan da bezuspešno spašava firme, koje ekonomski nisu sposobne za život. Sa druge strane, sistem UK je u velikoj meri kritikovan zbog toga što isuviše često likvidira firme koje su sposobne za život. Prioritetni i obezbeđeni kreditori su pristrasni prema preranim likvidacijama koje čuvaju vrednost njihovih potraživanja, čak i po cenu rasipanja *going concern* vrednosti.

Franks i Sussman (2005), međutim, ukazuju da u studiji koja obuhvata 542 stečajna postupka u UK nisu naišli na potvrdu da obezbeđeni i prioritetni kreditori automatski likvidiraju firme, čim se nađu u nevoljama. Naprotiv, oni su utvrdili da postoje vrlo razrađeni postupci ozdravljenja koji traju i po 7,5 meseci pre razrešenja, i da je 75% firmi u nevoljama iz njihovog uzorka rehabilitovano (*turned around*). To govori da ocena efekata stečajnih režima samo na osnovu generalne orijentacije – prema dužnicima ili kreditorima može da navede na pogrešne zaključke.

U francuskom stečajnom sistemu stečajni sud ne predstavlja ni interese kreditora, a ni dužnika. To može da navede na pomisao da stečajni proces može da bude nepristrasan u smislu da ne favorizuje ni dužnika, a ni kreditore. Međutim, sud može sam da bude pristrasan. Ciljevi koje sud sledi, poput očuvanja firme i zaposlenosti, mogu da budu u konfliktu sa maksimizacijom vrednosti firme u stečaju. Administrator koga imenuje sud može da bude izložen problemu asimetričnih informacija, a sasvim je moguće i da mu nedostaju potrebna znanja da donese ispravne odluke o reorganizaciji ili likvidaciji.

Nameće se i sumarni zaključak da se stečajni sistemi u svetu znatno razlikuju po stepenu legalne zaštite prava kreditora. Razlike su delom uslovljene razlikama u poreklu pravnih sistema. Nedostaje odgovor na pitanje kako se kreditori dovijaju u zemljama sa slabom zaštitom prava kreditora. I mogu li kreditori zaštitu tražiti drugim ugovornim sredstvima? Odgovor je potvrđan, bar delimično. Recimo, u SAD zakon obezbeđuje relativno slabu *ex ante* zaštitu kreditora u stečaju. Međutim, u protekle dve decenije prioritetni i obezbeđeni kreditori su stekli znatnu *ex post* kontrolu u stečajnim reorganizacijama posredstvom specijalnih klauzula ugrađenih u ugovorima o DIP kreditima. Ova *ex post* kontrola kreditora u dobroj meri balansira *ex ante* moć koju zakon dodeljuje dužnicima.

Davydenko i Franks (2008) su utvrdili da razlike u pravima kreditora između zemalja navode banke da prilagođavaju svoje postupke zajmljenja i postupanja u reorganizacijama tako da ublažavaju skupe aspekte stečajne legislative. Preciznije, kao odgovor na slabu legalnu zaštitu u stečaju, francuske banke zahtevaju veće hipoteke po jedinici duga. Međutim, prilagođavanje kreditora ne eliminiše efekte stečajne legislative na ishod neplaćanja. Davydenko i Franks (2008) su našli da su stope namirenja još uvek najveće u UK (gde su prava kreditora najviše zaštićena), a najmanje u Francuskoj (gde su prava najaslabije zaštićena). Claessens i Klapper (2005) su našli da su i zahtevi za pokretanje stečaja koji pokazuju spremnost aktera da koriste stečajni sistem, učestaliji u zemljama sa jačom legalnom zaštitom prava kreditora.

10.3.2. Optimalni stečajni sistemi u datim informacionim okvirima

Prethodna analiza je ukazala da se stečajni sistemi u svetu značajno razlikuju. Objašnjenja ovog fenomena se obično traže u brojnim faktorima, kao što su poreklo i priroda pravnog sistema, kao i istorijski momenti.

Postoje, međutim, i pokušaji sa mnogo ambicioznijim teorijskim pretenzijama. Među njima svakako najvažnije mesto zauzima normativna teorija optimalnih stečajnih sistema u datom informacionom okruženju. Ovu teoriju su formulisali Berkovitch i Israel (1999).

Pažnju istraživača oduvek je privlačilo pitanje kako bi trebalo da izgleda optimalni stečajni sistem u razvijenim privredama. A potom i pitanje kako bi trebalo da izgledaju stečajni sistemi u privredama sa tržištima u nastajanju, pa i u zemljama u tranziciji. U praksi su ove zemlje vrlo često pribegavale kopiranju stečajnog sistema SAD, uvođenjem stečajne reorganizacije, nalik onoj u Poglavlju 11. Pitanje koje se nameće jeste da li je to rešenje optimalno za datu zemlju i za svaku zemlju. Analitički okvir koji su razvili Berkovitch i Israel (1999) nudi odgovore na ova pitanja.

Polazna premisa autora jeste da efikasnost stečajnog sistema i to kako *ex ante*, tako i *ex post* efikasnost – suštinski zavisi od informacione osnove privrede. I saglasno tome, oni razmatraju tri tipa privreda. Prvi tip je razvijena privreda sa finansijskim sistemom koji se zasniva na bankama (poput privrede Nemačke). Ovoj privredi je svojstveno da kreditori imaju vrlo sofisticirane tehnike pribavljanja teško dostupnih informacija o potencijalnim dužnicima. Drugi tip je razvijena privreda sa finansijskim sistemom koji u osnovi ima razvijena finansijska tržišta (poput privrede SAD). U takvoj privredi investitoti „meke“ informacije o firmama pribavljaju na tržištu, a kasnije ih sami obrađuju. Treći tip je nerazvijena privreda sa finansijskim sistemom koji se oslanja na banke i sa oskudnim tehnologijama pribavljanja informacija o dužnicima (poput zemalja sa tržištima u nastajanju). U takvim privredama kreditori dolaze do „trvdih“ informacija o dužnicima, ali je kvalitet tih informacija loš.

Berkovitch i Israel (1999) smatraju da optimalni stečajni zakoni treba da uključe samo jedno kreditorsko poglavlje – likvidaciju (poput Poglavlja 7 u SAD) u prvom tipu privreda, sa bankama u središtu finansijskih sistema. U drugom tipu privreda, gde su tržišta novca i kapitala u središtu finansijskih sistema, optimalni stečajni sistemi treba da

uključuje dva poglavlja, jedan kreditorski i jedan dužnički (poput Poglavlja 11 u SAD). Uključivanje dužničkog poglavlja u razvijenu tržišnu privredu služi da bi se menadžeri podstakli da otkrivaju vlastite privatne informacije kada firma nije ekonomski sposobna za život. Stoga, dužničko poglavlje može da se posmatra i kao mehanizam kojim se menadžerima isplaćuje svojevrsna informaciona renta za obelodanjivanje privatnih informacija.

Zbog istih razloga Berkovitch i Israel (1999) smatraju da optimalni stečajni zakoni u zemljama u razvoju treba da uključuje i kreditorsko poglavlje – likvidaciju, kao i vrlo blagonaklono dužničko poglavlje – reorganizaciju. To opravdavaju time što je u ovim privredama informaciona asimetrija/jaz između menadžera i kreditora izraženija, te su stoga informacije kojima raspolažu menadžeri još vrednije. I zbog toga je probitačno navesti menadžere da ih otkrivaju.

Ovaj argument, po svemu sudeći, ide u prilog reformama stečajnih sistema koje sprovode zemlje u razvoju i u tranziciji, pri čemu te reforme jačaju ili tek uvode stečajnu reorganizaciju, nalik rešenju iz Poglavlja 11 /SAD.

III DEO: TEORIJE STRUKTURE KAPITALA I PREDLOZI ZA UNAPREĐENJE STEČAJNOG PROCESA

11. TEORIJE STRUKTURE KAPITALA

Uvodne napomene

Stečaj je fenomen vezan za zaduženost. Bez zaduživanja stečaj firmi ne bi uopšte postojao i zbog toga u nastavku izlaganja pažnja se posvećuje teoriji strukture kapitala. Ona može objasniti zašto se firme zadužuju i kojih pravila treba da se drže prilikom zaduživanja. Od posebnog značaja jeste i pitanje kada je dodatno zaduživanje probitačno, a kada ono vodi firmu u stečaj i može po nju da bude pogubno. Teorija strukture kapitala nudi i odgovore na brojna druga važna pitanja. Između ostalog, da li firma može svojim finansijskim odlukama da smanji trošak kapitala i poveća svoju vrednost.

Postoji jasna distinkcija između finansijske strukture preduzeća kao šireg koncepta i strukture kapitala kao užeg koncepta. Finansijska struktura izražava odnos pozajmljenih i sopstvenih izvora finansiranja. Struktura kapitala, pak, izražava uži deo finansijske strukture, tj. odnos dugoročnih dugova i sopstvenog kapitala. Ona pokazuje u kojoj meri se firma na duži rok u svom finansiranju oslanja na dug, pored sopstvenog kapitala.

Postoji više teorija strukture kapitala koje objašnjavaju kako firme na duži rok biraju odnos duga i sopstvenog kapitala. One to rade eksplicirajući varijable koje određuju troškove i koristi prilikom izbora pojedinih izvora finansiranja.

Pri datom cilju firme da maksimizira vrednost običnih akcija – bogatstvo vlasnika, firma bira strukturu kapitala koja tome doprinosi. Drugim rečima, struktura kapitala se sagledava iz perspektive njenog uticaja na vrednost firme. I nadalje, može se očekivati da će finansijska kombinacija izvora koja doprinosi povećanju vrednosti firme doprineti i povećanju bogatstva njenih vlasnika. I takva struktura kapitala se smatra optimalnom.

Najjednostavniji pristup svojstven je tradicionalnoj strukturi kapitala. Ona u obzir uzima samo cenu izvora finansiranja i rizik kao prateću pojavu duga/levridža. Moderne teorije uzimaju u obzir i dodatne faktore. Dve dominantne teorije danas su *trade-off* teorija strukture kapitala i *pecking order* teorija. U njima različiti faktori imaju

presudan značaj. U nastavku se najpre predstavlja tradicionalna teorija kapitala, a zatim sasvim detaljno *trade-off* teorija strukture kapitala. Svaka teorija se prezentuje sa akcentom na faktore koji su bitni u njenim eksplanatornim okvirima. *Trade-off* teorija eksplicitno uključuje u svoj analitički okvir troškove finansijskih nevolja i stečaja. *Pecking order* konceptu mnogi osporavaju karakter zaokružene teorije. Osim toga, on ne razmatra eksplicitno problem stečaja – zbog čega i nije predmet ovog razmatranja.

11.1. Tradicionalna teorija strukture kapitala

Suština tradicionalnog pristupa vezi između finansijskog levridža i vrednosti firme jeste da izborom razumnih proporcija duga i sopstvenog kapitala firme mogu smanjiti prosečni trošak kapitala i time povećati svoju vrednost.

Tumačenje ovakvog shvatanja valja tražiti u jeftinijim dugovnim izvorima finansiranja od vlasničkog kapitala kao izvora. Dugovni izvori finansiranja su jeftiniji zbog toga što su manje rizični od vlasničkog kapitala. Dug, naime, implicira manji rizik od vlasničkog kapitala pošto kreditori imaju prioritet u namirenju iz tokova gotovine i /ili imovine dužnika u stečaju. Sopstveni kapital, nasuprot tome je vlasnički interes i predstavlja rezidualno potraživanje. To znači da se vlasnici namiruju tek posle kreditora. Prema tome, prinosi i rizici kreditora i vlasnika se suštinski razlikuju. Prinos od dugovnog instrumenta je fiksna i određen je veličinom duga i ugovorene kamate. Ne postoji međutim gornji limit prinosa vlasničkog kapitala. Kad stvari krenu loše krajnji rizik za kredite jeste namirenje u stečaju iz raspoložive deobne mase, koja može da bude i manja od nominalne vrednosti duga. Rizik za vlasnike – ako stvari krenu loše, jeste da izgube celokupan inicijalni ulog.

Promenom levridža, odnosno povećanjem učešća jeftinog duga u strukturi kapitala, firma može da smanjuje svoj prosečni trošak kapitala. Ako se, pak, odnos duga i trajnog kapitala i dalje povećava, firma postaje finansijski rizičnija investitorima koji zbog toga zahtevaju veći prinos na vlasnički kapital (k_e). Tradicionalna teorija strukture kapitala, međutim, postulira da rast troška vlasničkog kapitala ne mora da bude tako veliki da neutrališe u celini koristi od većeg učešća duga kao jeftinijeg izvora finansiranja. Drugim rečima, koristi od jeftinijeg duga su toliko velike, da i pored većeg troška vlasničkog kapitala, ne bivaju u celini neutralisane.

Dunrand (1952) je definisao analitički okvir za objašnjenje zašto i kada postoji optimalna struktura kapitala. Zbog toga se tradicionalna teorija strukture kapitala vezuje za njegovo ime. Ona sugerise da umereni iznosi duga ne povećavaju značajno rizik ni vlasnicima ni kreditorima firmi, odnosno da su i trošak vlasničkog kapitala (k_e) i trošak duga (k_d) relativno stabilni do određene tačke. Posle te kritične granice i trošak soptvenog kapitala i trošak duga rastu. Ovaj rast počinje da neutrališe smanjenje prosečnog troška kapitala firme koje može da se postigne promenom njegove strukture, odnosno povećanjem učešća jeftinijeg duga. Prema tome, prosečan trošak kapitala inicijalno opada, a posle raste. To implicira i postojanje minimalne vrednosti funkcije prosečnog troška kapitala. Ako je prosečni trošak kapitala na minimumu, vrednost firme je maksimizirana:

$$V^L = \frac{(1 - T_c) EBIT}{WACC_{min}}$$

T_c je stopa poreza na profit korporacija, EBIT je prinos pre kamate i poreza, a $WACC_{min}$ je minimalna vrednost prosečnog troška kapitala. To praktično ukazuje da postoji optimalna struktura kapitala.

Ako se iznos duga povećava i dalje, mogu se očekivati dve posledice. Prva, zbog većeg finansijskog rizika vlasnici će tražiti veći prinos na trajni kapital (k_e), koji će zbog dodatnog rizika znatno porasti. Druga, firma postaje sve više rizična i kreditorima koji, takođe, traže kompenzaciju za veću izloženost riziku u većem prinosu koji zahtevaju, tj. u većem trošku duga (k_d). I tako će korišćenje duga iznad određene granice, povećati prosečni ponderisani trošak kapitala, a time smanjiti vrednost firme.

Relacija između vrednosti firme i prosečnog ponderisanog troška kapitala firme (*weighted average cost of capital - WACC*) jeste inverzna. Iz prostog razloga što trošak kapitala predstavlja diskontnu stopu kojom se kapitalizuju neto tokovi gotovine firme, u modelu u kome su prinosi perpetualni. I u takvom modelu, manja diskontna stopa, pri istim prinosima, implicira veću vrednost firme i obrnuto.

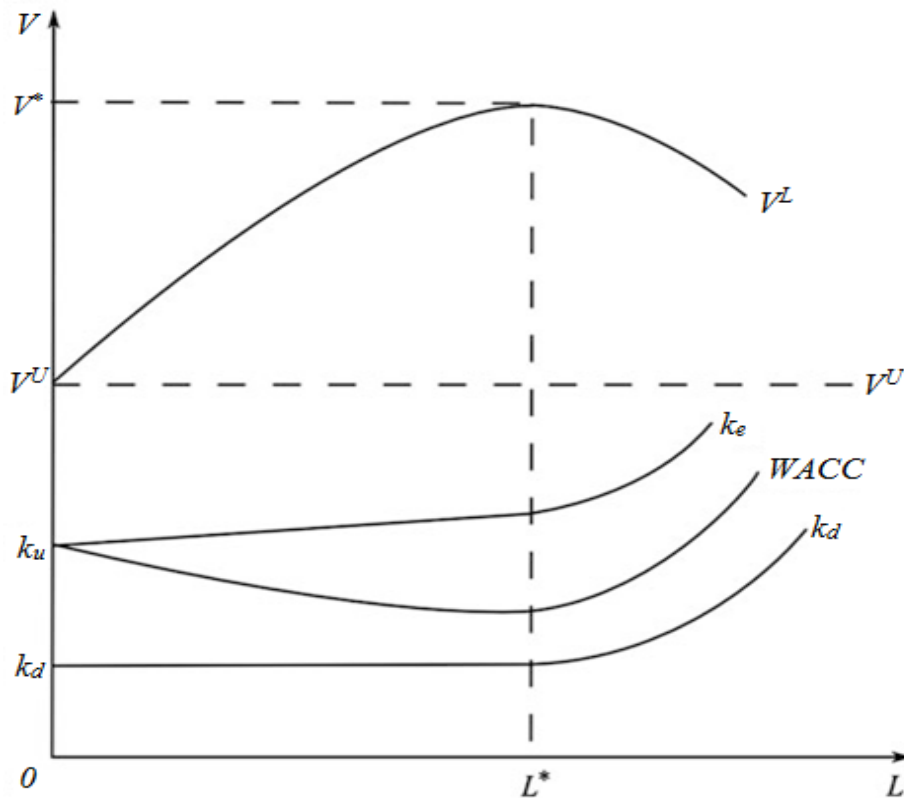
Prema tome, saglasno tradicionalnoj teoriji strukture kapitala, do određenog stepena levridža korišćenje više duga ima povoljan efekat na vrednost firme. Ali posle tog praga, uticaj dodatnog zaduživanja na vrednost firme nije više pozitivan, nego

negativan. Na toj prelomnoj tački racia duga i vlasničkog kapitala firma doseže optimalnu strukturu kapitala.

Postoje brojne varijante tradicionalne teorije strukture kapitala. Po jednoj, trošak vlasničkog kapitala k_e raste ali samo posle određeneog nivoa levridža, a ne i pre, tako da je moguće dodatno zaduživanje koje ne povećava prosečni trošak kapitala. To se dešava tek posle određenog stepena levridža. Ovo implicira da firma može značajno da smanji svoj prosečni trošak kapitala inicijalnom upotrebom jeftinijeg duga. Druga varijanta tradicionalne teorije podrazumeva da ne postoji samo jedna struktura kapitala nego ceo raspon struktura kapitala u kojima je trošak kapitala na minimumu, a vrednost firmi na maksimumu. U okvirima ovih raspona promena levridža ima vrlo mali uticaj na vrednost firme.

Slika 1 pokazuje relaciju između vrednosti zadužene firme V^L , i njenog troška vlastitog kapitala k_e , troška duga k_d i prosečnog ponderisanog troška kapitala WACC, zavisno od visine levridža L .

Na niskim nivoima zaduženosti trošak duga k_d je znatno niži od troška trajnog kapitala k_e i zato povećanje stepena zaduženosti L smanjuje prosečni trošak kapitala WACC. To se vidi u donjem delu Slike 1. I to je slučaj u prilično velikom rasponu L , dok su trošak duga i vlasničkog kapitala neosetljivi na stepen zaduženosti. Kada levridž pređe određenu granicu L^* počinju da rastu i trošak vlasničkog kapitala i trošak duga, što ima očitu implikaciju na WACC. Na tom nivou L^* levridža vrednost firme je maksimalna V^* , a vrednost WACC minimalna a to implicira optimalnu strukturu kapitala. Na većim nivoima zaduženosti od L^* , WACC ubrzano raste, a sa njegovim rastom vrednost firme V^L opada. Kretanje vrednosti firme zavisno od nivoa levridža prikazano je u gornjem delu Slike 1.



Slika br. 2. Tradicionalni pristup strukturi kapitala
(Adaptirano na bazi Brusov at all. 2015)

Tradicionalni pristup strukturi kapitala ima očita ograničenja. Pošto dug implicira manji trošak od vlasničkog kapitala uobičajeno verovanje jeste da firma može smanjiti prosečan trošak kapitala (WACC) povećanjem iznosa dugovnog finansiranja. Ako je takva strategija moguća, nameće se pitanje, zašto se ne osloniti na dug što je više moguće, bar dok dug nije rizičan? Ovaj argument, međutim, uzima zdravo za gotovo da u uslovima kada dug nije rizičan i firma zbog njega neće obustaviti plaćanja, dodatnim zaduženjem efekti jeftinog duga nadjačavaju efekte povećanog rizika vlasničkog kapitala. Pobornici ovog pristupa su pravilno uočili da zbog povećanog rizika vlasnici sopstvenog kapitala traže višu premiju za rizik kome su izloženi, kao i veći očekivani prinos. Međutim, bez valjanih teorijskih i empirijskih dokaza mogli su samo da nagađaju da povećani trošak vlasničkog kapitala ne poništava svu korist od većeg učešća jeftinog duga u strukturi kapitala, pa da se prosečni trošak kapitala firme može smanjiti. Odgovore na ova pitanja ponudili su Modigliani i Miller (1958) i o njima će biti reći u nastavku.

11.2. *Trade-off* teorija strukture kapitala

Ključne varijable u ovoj teoriji su koristi i troškovi vezani za emisiju glavnih izvora finansiranja: duga i trajnog kapitala. Glavna korist od emisije duga jeste njegov poreski tretman. U isto vreme zaduživanje prate i troškovi. Pre svega, troškovi finansijskih nevolja i agencijski troškovi. Saglasno tome, ova teorija postulira da firme biraju svoju strukturu kapitala balansirajući između poreskih koristi duga i troškova finansijskih nevolja i agencijskih troškova koje izaziva dug. U nastavku se detaljno razrađuju pojedine odrednice ove teorije.

11.2.1. Porezi

Efekte poreza na izbor strukture kapitala su elaborirali još Miller i Modigliani (1958,1963). Pre nego što se razmatra ovo pitanje međutim valja izložiti najkraće i njihove nalaze koji određuju validnost osnovnog nalaza tradicionalne teorije strukture kapitala. Oni su to učinili odgovarajući na pitanje da li struktura kapitala utiče na vrednost firmi. Ili alternativno, da li je moguće maksimizirati vrednost firme izborom optimalnog racia duga i sopstvenog kapitala. Modigliani i Miller (MM) propozicije predstavljaju i nezaobilaznu podlogu u kasnijim razmatranjima.

Modigliani i Miller (1958) su svoju analizu zasnovali na pretpostavkama perfektnih i kompletnih tržišta kapitala. Perfektno tržište kapitala implicira odsustvo poreza i transakcionih i troškova stečaja, simetrične informacije i mogućnost zaduživanja pod istim uslovima i preduzeća i investitora. Kompletno tržište kapitala implicira da u svakom mogućem stanju može da se replicira bilo koji novčani tok posredstvom portfolija hartija od vrednosti kojima se trguje na tržištu. Nekompletna tržišta se kompletiraju uvođenjem nedostajućih novih instrumenata.

MM propozicija 1. Na perfektnim i kompletnim tržištima kapitala vrednost firme, a i cena njenog kapitala ne zavisi od stepena zaduženosti, tj. od levridž racia (*leverage racio*) ili njene strukture kapitala. To znači da ne postoji optimalni racio duga (D/E) koji obezbeđuje maksimalnu vrednost firme i minimalnu cenu njenog kapitala. Ako bi bilo drugačije firme sa identičnim prinosima i identičnim poslovnim rizikom, ali sa različitom strukturom kapitala bi imale različitu vrednost. Time bi bio narušen zakon

jedne cene i nastala bi mogućnost arbitraže. I upravo, arbitražom su MM dokazali prvu propoziciju.

Na perfektnim tržištima kapitala vlastiti levridž (*homemade leverage*) je perfektni supstitut levridža firmi. Otud finansijske transakcije kao što su otkup vlastitih akcija povećanjem duga ili otkup/smanjenje/ duga novom emisijom kapitala ne donose ništa akcionarima što sami ne bi mogli da urade pozajmicama novca i kupovinom akcija na tržištu. Na savršenim i kompletnim tržištima kapitala ukupna vrednost firme je jednaka tržišnoj vrednosti tokova gotovine koje generiše njena imovina i na nju ne utiče struktura kapitala. Isto tako, u uslovima perfektnih tržišta kapitala WACC firme nije određen njenom strukturom kapitala i jednak je trošku kapitala nezadužene firme iste klase rizika, odnosno troškom kapitala koji odgovara njenoj imovini.

$$V^L = V^U = \frac{EBIT}{k_u}$$

Simboli imaju već objašnjeno značenje: V^L je vrednost zadužene firme, V^U je vrednost firme koja se finansira samo soptvenim kapitalom (*all equity*) iste klase rizika, EBIT je prinos pre kamata i poreza, a k_u je trošak kapitala nezadužene firme iste klase rizika.

MM propozicija 1 može da se koristi za izvođenje eksplicitne relacije između levridža i troška vlasničkog kapitala. E i D su tržišne vrednosti vlasničkog kapitala i duga zadužene firme. E_U je tržišna vrednost vlasničkog kapitala nezadužene firme, a A je tržišna vrednost njene imovine. MM propozicija 1 govori da tržišna vrednost emitovanih instrumenata firme je jednaka tržišnoj vrednosti njene imovine, bez obzira da li je ona zadužena ili ne:

$$E + D = E_U = A$$

Prvi deo jednačine može da se posmatra kao vlastiti levridž (*homemade leverage*). Ako se raspolože portfolijom koji sadrži vlasnički kapital i dug firme on replicira tokove gotovine od posedovanja trajnog kapitala nezadužene firme iste klase rizika. Pošto je prinos portfolija jednak prosečnom ponderisanom prinosu instrumenata u njemu, ova jednakost implicira sledeći odnos između prinosa na vlasnički kapital k_e , dug k_d i na vlasnički kapital u nezaduženoj firmi k_u :

$$\frac{E}{E+D} k_e + \frac{D}{D+E} k_d = k_u$$

MM Propozicija 2. Rešenjem po k_e dobija se izraz za prinos vlasničkog kapitala u zaduženoj firmi:

$$k_e = k_u + (k_u - k_d) \frac{D}{E}$$

Trošak vlasničkog kapitala zadužene firme predstavlja zbir troška vlastitog kapitala nezadužene firme iste rizične grupe i premije za rizik koja je jednaka proizvodu razlike ($k_u - k_d$) i levridž racia. Prema tome, zahtevani prinos na vlasnički kapital u zaduženoj firmi raste linearno sa tržišnom vrednošću racia duga i vlasničkog kapitala firme. To govori da levridž povećava rizik vlasničkog kapitala. Zbog povećanog rizika, vlasnici trajnog kapitala će tražiti veću premiju za rizik, a to znači veći očekivani prinos.

Iako zbog dodatnog duga firma neće obustaviti plaćanje, zaduživanje ipak povećava rizik vlasničkog kapitala. A zbog povećanog rizika, vlasnici trajnog kapitala traže dodatnu premiju za rizik kome su izloženi, i veći prinos. U okvirima MM pretpostavki savršenih i kompletnih tržišta kapitala, gde prosečni trošak kapitala ostaje isti, to implicira da bi povećanje troška vlasničkog kapitala neutralisalo svaku uštedu od većeg učešća jeftinijeg duga u strukturi kapitala. Prema tome, pretpostavka da zaduživanjem do određene granice firme mogu da smanje WACC nije tačna. Iako dug ima manji trošak nego vlasnički kapital, ovaj trošak ne sme da se posmatra izolovano. Dodatni dug povećava rizik, a samim tim i trošak vlasničkog kapitala zadužene firme.

Pored ukazivanja na ograničenja tradicionalne teorije strukture kapitala Modigliani Miller propozicije imaju daleko veće implikacije. One ukazuju u kojim pravcima valja tragati za faktorima/imperfekcijama koje mogu doprinosti povećanju vrednosti firmi. Jednu takvu imperfekciju su prvi elaborirali Modigliani i Miller. To su porezi.

Modigliani i Miller (1958,1963) su napustili inicijalne postavke i u analizu su uključili porez na dobit korporacija kao očigledan realni faktor koji opredeljuje izbor strukture kapitala u praksi. Naime, svugde postoji porez na profit korporacija. Međutim, u praksi kamata se ne oporezuje na nivou firmi, dok se dividende i kapitalni dobiti oporezuju. To daje prednost dugu kao izvoru finansiranja u odnosu na vlasnički kapital.

Preciznije, pošto se plaćene kamate isključuju iz poreske osnovice, to stvara tzv. efekat poreskog štita (*tax shield*): vrednost firme koja koristi pozajmljeni kapital je stoga veća od vrednosti kompanije koja se finansira isključivo vlasničkim kapitalom. Vrednost poreskog štita za jednu godinu je jednaka proizvodu:

$$k_d \times D \times T_c$$

gde je k_d kamatna stopa na dug, ili trošak duga kao izvora kapitala, D iznos duga, a T_c je poreska stopa na profit korporacija. Sadašnja vrednost poreskog štita SV ($PŠ$) kao perpetuiteta (*perpetuity*) je:

$$SV(PŠ) = \frac{k_d D T_c}{k_d} = D T_c$$

MM propozicije 1 sa korporativnim porezima. A vrednost zadužene firme je jednaka:

$$V^L = V^U + D T_c$$

gde je V^L vrednost firme koja se finansira pored vlasničkog kapitala i dugom, a $D \times T_c$ vrednost poreskog štita kao perpetuiteta. Vrednost firme koja se finansira i vlasničkim kapitalom i dugom je jednaka vrednosti firme koja se finansira u celini vlasničkim kapitalom iste klase rizika, uvećanoj za sadašnju vrednost poreskog štita koji generiše finansijski levridž, a koji je kao perpetuitet jednak proizvodu poreske stope na profit korporacija T_c i vrednosti permanentnog duga D .

Ako firma ima dobiti koju kamate zaštićuju od oprezivanja, element je pozitivan i povećava vrednost zadužene firme. Porez je stoga faktor koji može da povećava vrednost firme koja koristi dug kao izvor finansiranja, u odnosu na istu firmu koja se finansira samo vlasničkim kapitalom. Prema tome, firmama se isplati zaduživanje jer time povećavaju svoju vrednost.

MM propozicija 2 sa porezom na dobit (a ne i ličnih poreza na dohotke investitora) postaje:

$$k_e = k_u + (k_u - k_d) \frac{D}{E} (1 - T_c)$$

U odnosu na formulu bez poreza razlikuje se samo za element $(1-T_c)$. Pošto je reč o izrazu koji ima vrednost manju od jedinice, to implicira da trošak vlasničkog kapitala sa rastom levridža raste sporije. Poreska korist koju uživa zadužena firma utiče da trošak njenog vlasničkog kapitala raste sporije, nego kad ne bi postojao kamatni poreski štit.

U kasnijim analizama pored poreza na profit korporacija, uključeni su i porezi na dohodak investitora, što je ovu analizu još više približilo realnosti. U tom pogledu je instruktivna analiza koju je sproveo Miller (1977). On je uključio u analizu i lične poreze na vlasnički kapital – porez na dividende i kapitalne dobitke, koji su manji nego lični porezi na kamate. A to daje prednost vlasničkom kapitalu kao izvoru finansiranja u odnosu na dug. Pri određenim odnosima između poreskih stopa ove poreske prednosti duga i vlasničkog kapitala mogu međusobno i da se poništavaju.

Kada se u analizu pored poreza na dobit korporacija uključe i lični porezi na dohotke od vlasničkog kapitala, formula za računanje vrednosti zadužene firme postaje:

$$V^L = V^U + \left[1 - \frac{(1 - T_c)(1 - T_s)}{(1 - T_d)} \right] x D$$

Simboli imaju sledeće značenje: T_c je kao i ranije stopa poreza na profit korporacija; T_s je kompozitna stopa ličnih poreza na dohotke od vlasničkog kapitala i ona se računa kao prosečna ponderisana stopa poreza na dividende i kapitalne dobitke; T_d je poreska stopa po kojoj se oporezuju kamate kao dohodak.

Drugi izraz u formuli, koji se nalazi u srednjoj zagradi, predstavlja dobitak od korišćenja duga kada se u razmatranje uzmu i korporativni i lični porezi. On zamenjuje izraz T_c u formuli za računanje vrednosti zadužene firme u prisustvu samo poreza na profit korporacija.

11.2.2. Troškovi finansijskih nevolja i stečaja

Poreske koristi od zaduživanja firme ne mogu da se koriste bez pratećih troškova. Na višim nivoima zaduženosti firme se suočavaju s rizikom da neće moći da servisiraju dugove. Takve situacije impliciraju troškove. Najznačajniji takav trošak je trošak stečaja. Stečaj nastupa kada firma dužnik obustavlja plaćanja zbog nemogućnosti

servisiranja dugova. Kontrolu nad firmom u stečaju preuzimaju njeni poverioci, a postupak se odvija pred sudovima.

U teorijskim razmatranjima koja se sprovode pri pretpostavci savršenih tržišta kapitala stečaj se posmatra kao mehanizam koji samo preusmerava svojinu i kontrolu nad firmom – od vlasnika na poverioce, a da, pri tome, ne dolazi do promene vrednosti koja je raspoloživa svim investitorima. Postavlja se, međutim, pitanje da li je ova predstava stečaja realistična? Odgovor je negativan. Dobro je poznato da stečaj skoro nikada nije jednostavan postupak – u kome vlasnici samo ustupaju firme (uručuju ključeve) poveriocima po obustavi plaćanja. Naprotiv, stečaj je dugačak i komplikovan proces koji podrazumeva kako direktne tako i indirektne troškove za firmu i njene investitore. Samo pri pretpostavci perfektnih tržišta kapitala ovi troškovi se ignorišu.

Po obustavi plaćanja poverioci stižu određena prava na imovini dužnika, a u krajnjem slučaju poverioci preuzimaju i legalnu kontrolu nad imovinom takvih dužnika u stečaju.

Direktni troškovi stečaja

Direktni troškovi stečaja obuhvataju legalne, administrativne i izdatke za savetnike svih vrsta koje firma snosi samo zbog toga što se nalazi u stečaju. Troškovi koje bi firma snosila i da se nije našla u stečaju ne spadaju u ovu kategoriju.

U teorijskim raspravama je ukazano da ne treba poistovetiti troškove stečaja sa troškovima likvidacije. Troškovi stečaja su troškovi korišćenja legalnog procesa sa ciljem da se razreše finansijske nevolje. Njihova veličina je važna prilikom ocene uticaja stečaja na odluke koje se tiču strukture kapitala firmi. Troškovi likvidacije su troškovi koji nastaju prilikom prodaje imovine firme i gašenja njenih operacija. Čak i firme koje se finansiraju u celini vlasničkim kapitalom snose troškove likvidacije, u slučaju da dođe do njihovog gašenja. Zbog toga Haugen i Senbet (1978, 1988) ukazuju da troškovi likvidacije nemaju konsekvence na odluke firmi o zaduživanju. U praksi, međutim, troškovi likvidacije se često pogrešno definišu kao troškovi stečaja. Razgraničenje troškova likvidacije od direktnih troškova stečaja, stoga predstavlja već dugo vremena – istraživački izazov.

Troškovi stečaja su oduvek bili predmet empirijskih istraživanja. Warner (1977) je izvršio prvu često citiranu procenu direktnih troškova stečaja na osnovu uzorka

železničkih preduzeća u stečaju između 1933. i 1955. godine. On je procenio direktne troškove stečaja na 4% od vrednosti firme pre stečaja. Weiss (1990) je na uzorku od 37 firmi u stečaju u periodu od 1980. do 1986. godine procenio direktne troškove stečaja na oko 3% vrednosti firme pre stečaja. Lubben (2000) je na osnovu uzorka od 22 firme iz 1994. godine izračunao troškove legalnog savetovanja u Poglavlju 11 i utvrdio da iznose u proseku 1,8% ukupne vrednosti firmi, a mogu doseći i 5%.

Altman i Hotchkiss (2006) sveobuhvatno su sistematizovali procene direktnih troškova stečaja u literaturi. Konstatovali su da nalazi svih istraživanih studija ukazuju da troškovi stečaja, po svemu sudeći, ne predstavljaju značajnu determinantu prilikom donošenja odluka o strukturi kapitala firmi. Validnost ovog zaključka, uključujući i mega slučajeve je, međutim, ipak još uvek otvoreno pitanje. Jednu od relativno novijih studija direktnih troškova stečaja sprovedli su Bris at al. (2006). Na osnovu uzorka od 300 slučajeva iz SAD, u periodu 1995-2001, pokazali su da su troškovi stečaja različiti od firme do firme i to od 2% do 20%. Iznosi troškova su zavisni i od stečajnog postupka – da li je posredi likvidacija ili reorganizacija, kao i od izabrane mere centralne tendencije. Njihov zaključak jeste da se troškovi stečaja ne mogu percipirati uniformno kao niski ili visoki.

Indirektni troškovi stečaja

Za razliku od direktnih, indirektni troškovi stečaja mogu da se posmatraju kao svojevrsni oportunitetni troškovi. Oni predstavljaju ishod suboptimalnih aktivnosti svih stejkholdera firmi kada one dospevaju u finansijske nevolje.

To su, pre svega, troškovi izgubljene prodaje i izgubljenjih konkurentnih pozicija – zbog stečaja. Naročito su ovi troškovi karakteristični za firme koje proizvode trajna potrošna dobra koja se prodaju sa garancijskim rokovima. Takvi proizvodi impliciraju i obavezu proizvođača da obezbedi njihovo redovno servisiranje i rezervne delove. Nagoveštaji finansijskih nevolja i stečaja, u velikoj meri narušavaju poverenje kupaca u mogućnost i spremnost proizvođača/dužnika da sve gore navedene obaveze ispuni/obezbedi. To može da smanji prodaju i da naruši teško stečene konkurentske pozicije na tržištu. Ovi troškovi se ne manifestuju tek u vreme kad firma dospe u stečaj, već mnogo ranije – na prve signale finansijskih nevolja. Otuda se i nazivaju – troškovi finansijskih nevolja.

Izgledi stečaja uveliko menjaju i fokus firme. U prvi plan dospevaju finansijski problemi, a operativni odlaze u drugi plan. To ima za posledicu troškove neefektivnog angažmana menadžmenta – više u poslovima vezanim za finansijske nevolje, a manje u tekuće operativne zadatke.

Finansijske nevolje vrlo brzo kvare i uhodane odnose s dobavljačima – čim se odstupa od uobičajenih rokova plaćanja. To ima za posledicu troškove komplikovanijih odnosa sa dobavljačima, zbog finansijskih teškoća i neizvesnosti koje one izazivaju.

Mogućnost stečaja izaziva posebnu pažnju zaposlenih. Ona generiše troškove ljudskog kapitala zbog komplikovanijih odnosa sa zaposlenima; kako zbog toga što zaposleni počinju da tragaju za novim zaposlenjima, što smanjuje njihovu usredsređenost na firmu; tako i zbog napuštanja firme, kada je gubitak ljudskog kapitala za firmu skoro nepovratan.

Pošto je veličina direktnih troškova stečaja neznatna, veličina indirektnih troškova je presudna u proceni uticaja i značaja stečaja za finansijske odluke preduzeća. Nakon njihove specifikacije nameće se opšti utisak da su indirektni troškovi stečaja znatno veći nego direktni. Međutim, indirektni troškovi se znatno teže opažaju i mere od direktnih troškova stečaja. Studije posvećene proceni indirektnih troškova stečaja, na validnim empirijskim osnovama, su vrlo retke. Poseban izazov predstavlja i interpretacija dobijenih nalaza u takvim studijama. U nekoliko retkih empirijskih studija indirektni troškovi su procenjeni na znatno višim nivoima od direktnih. Najviše se citira procena koju je izvršio Altman (1984). On je merio indirektnu troškovu stečaja kao razliku u prodaji firmi u stečaju u odnosu na prodaju zdravih firmi iz istog sektora i kao razliku između ostvarenih i predviđenih/planiranih prihoda. Na tim osnovama Altman je procenio da su indirektni troškovi stečaja u proseku – reda veličine od 11% do 17% vrednosti firme, tri godine pre stečaja. U proceni nije izvršena jasna distinkcija između troškova koji se mogu pripisati finansijskim nevoljama i troškova koji se pripisuju ekonomskim nevoljama.

Iako su *ex post* troškovi finansijskih nevolja netrivialni, Andrade i Kaplan (1998) kao i mnogi drugi istraživači smatraju da su ovi troškovi mali iz *ex ante* perspektive, pošto su verovatnoće finansijskih nevolja vrlo male za sve javne kompanije. Međutim oni ukazuju da će se finansijske nevolje pre desiti u lošim vremenima. Stoga, verovatnoće obustave plaćanja korigovane rizikom mogu da budu

znatno veće nego istorijske verovatnoće obustave plaćanja. Koristeći podatke o kamatnim maržama obveznica, oni su pokazali da za firme sa BBB rejtingom desetogodišnje kumulativne verovatnoće obustave plaćanja korigovane rizikom su oko tri puta više od istorijskih verovatnoća. To znači da je sadašnja vrednost troškova finansijskih nevolja korigovana rizikom znatno veća nego kada je računata pri rizično neutralnim procenama. Na osnovu ovih kalkulacija marginalni troškovi nevolja korigovani rizikom mogu da budu i reda veličine kao marginalne poreske koristi od duga koje je izračunao Graham (2000). Prema tome, premije rizika vezane za finansijske nevolje mogu da objasne zašto firme koriste dugove vrlo konzervativno.

Indirektni troškovi stečaja mogu da budu znatni. Kada se oni procene valja voditi računa o dva važna momenta. Jedan jeste da treba identifikovati sve gubitke vezane za vrednost firme, a ne samo gubitke vlasnika i poverilaca. Drugi jeste da valja identifikovati inkrementalne troškove koji su vezani samo za finansijske nevolje, a to su troškovi iznad gubitaka koji nastaju zbog ekonomskih nevolja. Andrade i Kaplan (1998) su procenili potencijalne gubitke zbog finansijskih nevolja na 10% do 20% od vrednosti firmi.

Kao važno, nameće se pitanje – ko snosi troškove finansijskih nevolja? Kada se firma nađe u finansijskim nevoljama, čini se da troškovi nevolja smanjuju namirenje poverilaca. U takvim slučajevima vlasnici su već izgubili svoju investiciju i na granici insolventnosti oni iskazuju mali interes za firmu i očuvanje preostale vrednosti. Ovi troškovi stoga se čine irelevantnim iz perspektive vlasnika. Postavlja se i pitanje zašto bi vlasnici brinuli o troškovima koje snosi neko drugi – poverioci. Istina je da na granici insolventnosti vlasnici u suštini i nemaju o čemu da brinu, jer je trajni kapital najvećim delom izgubljen. Međutim, i poverioci se ponašaju racionalno. Oni znaju da ako firma dospe u stečaj, neće uspeti da se namire u punoj meri iz vrednosti imovine dužnika. I zbog toga oni tu razliku ugrađuju *ex ante* u cenu kredita. Za koliko je ona veća? Upravo za sadašnju vrednost troškova finansijskih nevolja, koja se čini da može da se prevali na kreditore. Međutim, ako je cena kredita veća, firma dužnik na raspolaganju ima manje sredstava za isplatu dividendi, investicije i sl. To znači da troškove finansijskih nevolja u krajnjoj instanci snose vlasnici firmi, a ne kreditori. Prethodna elaboracija upućuje na generalni nalaz da kada su instrumenti finansiranja fer vrednovani, izvorni vlasnici firmi

plaćaju sadašnju vrednost troškova finansijskih nevolja i stečaja (Berk & de Marzo 2014).

Ove pravilnosti su svesni i dužnici i zbog toga i oni *ex ante* prilikom ugovaranja kredita teže smanjenju njihovih troškova: kroz obezbeđene kredite, prihvatanjem restriktivnih klauzula u ugovorima itd. U svakom slučaju racionalni subjekti o njima itekako vode računa prilikom zaduživanja.

Uzimajući u obzir dva elaborirana elementa teorije – poreske koristi duga i stečajne troškove kao trošak duga – može se konstruisati jedna rudimentarna teorija strukture kapitala. Posredi je osnovna verzija *trade-off* teorije strukture kapitala. Naziv govori o njenoj suštini. Prilikom izbora strukture kapitala firme balansiraju (*trade-off*) koristi od duga koje nastaju od poreskih ušteda koje obezbeđuju kamate kao odbitna stavka prilikom oporezivanja profita (kamatni poreski štit) s troškovima finansijskih nevolja i stečaja koji su takođe posledica duga.

Saglasno *trade-off* teoriji ukupna vrednost zadužene firme je jednaka vrednosti firme bez levridža uvećane za sadašnju vrednost poreskih ušteda koje obezbeđuje dug, a umanjene za sadašnju vrednost troškova finansijskih nevolja i stečaja:

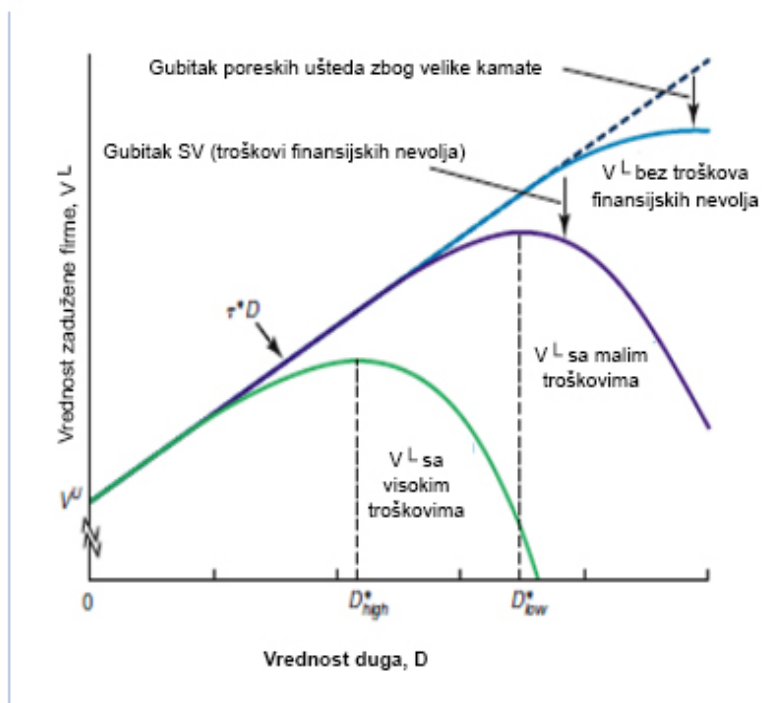
$$V^L = V^U + SV(KPŠ) - SV(TFNS)$$

Simboli imaju isto značenje kao u prethodnim formulacijama: V^L i V^U su vrednosti firme sa levridžom i bez levridža, a SV predstavlja skraćenicu za sadašnju vrednost, $KPŠ$ je skraćenicu za kamatni poreski štit, a $TFNS$ skraćenicu za troškove finansijskih nevolja i stečaja.

Jednačina ukazuje da dug implicira kako koristi tako i troškove. Firme su podstaknute da povećavaju stepen levridža kako bi iskoristile poreske uštede koje obezbeđuje dug. Međutim, pri suviše velikoj zaduženosti rizikuju da se nađu u situaciji otežanog servisiranja preuzetih obaveza i veće izloženosti troškovima finansijskih nevolja.

Na Slici br. 3 je prikazano kako se vrednost zadužene firme V^L kreće zavisno od nivoa duga i troškova finansijskih nevolja, varijabli iz prethodne jednačine. Bez duga vrednost firme je V^U . Za male iznose duga rizik obustave plaćanja ostaje nizak i glavni efekat povećanja duga se ogleda u porastu kamatnog poreskog štita čija sadašnja vrednost iznosi τ^*D , gde τ^* predstavlja poresku prednost duga. Ako ne bi bilo troškova

finansijskih nevolja vrednost firme bi nastavila da raste sa rastom levridža sve dok iznos kamate ne bi premašio vrednost EBIT, kada bi se poreski štiti iscrpeo.



Slika br. 3. Optimalni nivo duga sa porezima i troškovima finansijskih nevolja (Izvor: Berk & de Marzo, 2014)

Troškovi finansijskih nevolja smanjuju vrednost zadužene firme V^L . Smanjenje vrednosti raste sa nivoom duga. To je zbog toga što verovatnoća obustave plaćanja, a time i sadašnja vrednost troškova stečaja raste sa nivoom duga. *Trade-off* teorija postulira da firme treba da povećaju svoj levridž sve do nivoa D^* , na kome je vrednost firme maksimizirana. U toj tački sadašnju vrednost poreskih ušteda u celini neutrališe sadašnja vrednost troškova finansijskih nevolja.

Na Slici br. 3. je prikazan i optimalni izbor duga za dve vrste firmi. Jedna vrsta zbog prirode svog posla i imovine ima male, dok druga ima velike troškove finansijskih nevolja i stečaja. Za firmu sa malim troškovima finansijskih nevolja i stečaja optimalni izbor je D^*_{low} koji je viši od optimalnog D^*_{high} za firmu koja ima velike troškove finansijskih nevolja. Drugim rečima, firme koje imaju male troškove finansijskih nevolja sebi mogu priuštiti veći nivo duga, dok one sa velikim troškovima stečaja treba

da ga izbegavaju. Sadašnja vrednost troškova finansijskih nevolja iziskuje dodatno razmatranje.

Sadašnja vrednost troškova stečaja

Izračunavanje sadašnje vrednosti troškova finansijskih nevolja je vrlo kompleksan metodološki izazov. Tri faktora određuju sadašnju vrednost troškova finansijskih nevolja i stečaja. To su: (a) verovatnoća/izgledi finansijskih nevolja; (b) red veličine troškova kada se firma nađe u nevoljama; i (c) odgovarajuća diskontna stopa. Vrlo je važno reći i šta određuje ove faktore.

Verovatnoća finansijskih nevolja zavisi od izgleda da firma dođe u situaciju da ne može da izvrši svoje obaveze po dugovima, i zbog toga obustavi plaćanja. Ova verovatnoća raste sa iznosom ukupnih obaveza firme (u odnosu na vrednost njene imovine). Ona, takođe, raste sa volatilnošću tokova gotovine firme i volatilnošću vrednosti njene imovine. Saglasno rečenom, firme sa stabilnim i izvesnim tokovima gotovine (kao su što javna i komunalna preduzeća koja proizvode, na primer, vodu ili električnu energiju) mogu koristiti velike dugove, a da pri tome očuvaju malu verovatnoću obustave plaćanja. Nasuprot tome, firme čiji su tokovi gotovine izrazito volatilni (poput proizvođača poluprovodnika i modne odeće) moraju da se oslanjaju na znatno manje dugove, kako bi verovatnoću obustave plaćanja održali u prihvatljive okvire.

Red veličine troškova u slučaju finansijskih nevolja je određen njihovim relativnim značajem za pojedine firme i varira po sektorima. Kao što je već pomenuto, firme napredne tehnologije čiju vrednost prevashodno određuje ljudski kapital zaposlenih, u finansijskim nevoljama su izložene su velikim potresima zbog potrebe zadržavanja ključnih kadrova, kao i zbog nedostatka materijalne imovine koja bi mogla da se lako unovči bez gubitka vrednosti. Nasuprot tome, firme čiju imovinu sačinjavaju lako utrživa imovina imaju manje troškove finansijskih nevolja, pošto je najveći deo njihove vrednosti u likvidnoj imovini.

Diskontna stopa za troškove finansijskih nevolja zavisi od tržišnog rizika firme. Treba reći da pošto su troškovi finansijskih nevolja visoki kad firma posluje slabo, beta troškova nevolja ima suprotan znak u odnosu na betu firme. Pored toga, što je veća vrednost bete firme, veći su izgledi da se ona nađe u nevoljama u ekonomskim recesijama, a to znači i negativniju beta njenih troškova finansijskih nevolja. Pošto negativnije vrednosti beta vode manjem trošku kapitala (ispod stope bez rizika), *ceteris paribus*, sadašnja vrednost

troškova finansijskih nevolja će biti veća za firme sa visokim beta (Berk & de Marzo, 2014).

11.2.3. Agencijski troškovi

Postoje dva karakteristična konflikta interesa koji generišu agencijske troškove. Prvi konflikt je onaj između vlasnika (u čije ime deluju menadžeri) i poverilaca firmi. Ovaj odnos može da se posmatra kao agencijski jer kreditori poveravaju vrednost dužnicima, koji njome upravljaju. Drugi konflikt je onaj između vlasnika kao principala i menadžera kao agenata.

Agencijski troškovi mogu da se posmatraju i kao legalni i ugovorni troškovi koji zaštićuju prava vlasnika, menadžera poverilaca i nastaju kada između ovih strana izbijaju konflikti. To su konflikti organizacione prirode i mogu da se odraze na strukturu kapitala firme, koja je jedna od ključnih determinanti vrednosti firme.

Izbor strukture kapitala utiče na podsticaje sa kojima se suočavaju njihovi menadžeri, vlasnici i kreditori, a preinačuje i investicione odluke firmi. Ako ove promene impliciraju negativni/pozitivni uticaj na neto tokove gotovine, one predstavljaju svojevrzne troškove/koristi vezane za pojedine izvore finansiranja. Ovi troškovi se nazivaju agencijski troškovi i nastaju zbog konflikta interesa između stejkholdera firmi.

Jensen i Meckling (1976) agencijskim troškovima duga i trajnog kapitala objašnjavaju postojanje optimalne strukture kapitala. Po njima, postoji takva kombinacija duga i trajnog kapitala koja minimizira agencijske troškove. A to znači da postoji optimalna struktura kapitala i kad nema poreskih koristi duga i troškova finansijskih nevolja.

11.2.3.1. Agencijski troškovi duga – konflikti vlasnika i kreditora

U zaduženim firmama nastaju konflikti interesa kada investicione odluke imaju različite konsekvence na vrednost trajnog kapitala i vrednost dugova. Takvi konflikti interesa nastaju kada su firme visoko zadužene i kada su troškovi finansijskih nevolja visoki. U takvim okolnostima menadžeri su skloni da donose odluke koje povećavaju

vrednost vlasničkog kapitala, pri čemu se smanjuje i ukupna vrednost firme. To podrazumeva smanjenje vrednosti duga.

Problem supstitucije imovine i preteranog investiranja

Kada je firma u finansijskim nevoljama, vlasnici mogu da budu na dobitku ako donose odluke koje dovoljno povećavaju rizik firme, čak i ako imaju negativnu očekivanu neto sadašnju vrednost. Levridž stvara podsticaje vlasnicima da zamene imovinu manjeg rizika za imovinu većeg rizika. U literaturi ovaj fenomen je poznat kao problem supstitucije imovine (*asset substitution problem*) i na njega su ukazali Jensen i Meckling (1976). Pošto su dobili kredit po relativno povoljnim uslovima na osnovu projekata koji impliciraju nerizičnu imovinu, menadžeri firmi u finansijskim nevoljama teže supstituciji inicijalnih projekata rizičnijim, sa većim prinosom, jer im oni nude šansu za opstanak. Ako projekti postanu uspešni, oni obezbeđuju opstanak jer vlasnicima pripada najveći deo tih prinosa. Ako projekti dožive neuspeh, vlasnici i nemaju mnogo da izgube jer konsekvence neuspeha snose poverioci. Jednom rečju, u uslovima prezaduženosti vlasnici se kockaju kapitalom poverilaca.

Supstitucija imovine nastaje kada dužnik investira u imovinu/projekte koji su rizičniji od onih što kreditor očekuje. Međutim, ovaj fenomen kreditori anticipiraju i prilikom odobrenja kredita zahtevaju odgovarajuću zaštitu – najčešće preko restriktivnih klauzula u ugovorima o kreditu. Klauzule impliciraju dve vrste troškova za dužnika. Prvi su troškovi praćenja klauzula. Drugi trošak je vezan za to što klauzule ograničavaju fleksibilnost uprave, a to može da ograniči i njene akcije koje mogu povećati vrednost firme. Ove troškove snose vlasnici firme u vidu niže cene njenog kapitala na tržištu.

Prezaduženost podstiče i na preterano investiranje (*over-investment*), jer vlasnici mogu da budu na dobitku i ako firma preduzme projekte sa negativnom neto sadašnjom vrednošću, ako su dovoljno rizični. To znači da su prezaduženim firmama najprobitačniji rizični projekti i da će koristiti sve mogućnosti da obezbede izvore za njihovo finansiranje.

Ako se rizik povećava, preinačenjem inicijalnih projekata ili investicionim odlukama koje impliciraju negativnu neto sadašnju vrednost, ukupna vrednost firmi se smanjuje. Investitori anticipiraju takvo ponašanje i zato takve projekte finansiraju po znatno većim kamatama i strožim uslovima. Ili su inicijalno spremni da plate manje za

instrumente kojima se takve firme finansiraju. Ovi troškovi su najveći za firme koje mogu bez teškoća da povećaju rizik svojih investicija.

Problem nedovoljnog investiranja

U finansijskim nevoljama firme se suočavaju sa još jednim pervertiranim investicionim podsticajem. One naime propuštaju projekte sa pozitivnom neto sadašnjom vrednošću. Ovaj problem se u literaturi označava kao problem nedovoljnog investiranja (*under-investment*) ili kao *debt-overhang* problem. Ovaj agencijski trošak duga je prvi formulisao Myers (1977).

Problem nastaje zbog toga što u uslovima prezaduženosti firma nije u mogućnosti da prikupi kapital, čak ni za izrazito rentabilne projekte. Iz jednostavnog razloga što prioriteto pravo na prinose takvih projekata polažu raniji kreditori. Raniji dug „visi nad glavom“, i otud jedan od naziva ovog agencijskog troška. Potreban kapital za takve projekte neće obezbediti ni prethodni vlasnici novim emisijama trajnog kapitala, a ni kreditori jer raniji poverioci uživaju prioritet u prisvajanju najvećeg dela prinosa takvih projekata.

Nemogućnost investiranja implicira gubitke, najpre u vrednosti firme, jer odustajanje od rentabilnih projekata znači propuštanje oportuniteta rasta. Zbog toga su posredno na gubitku i poverioci takvih firmi. Ovi troškovi su najveći za firme koje imaju izgledne razvojne opcije koje iziskuju velika kapitalna ulaganja.

Izvlačenje gotovine. Kada je firma u ekonomskim i finansijskim nevoljama, koje nisu vidljive eksternim investitorima, vlasnici imaju podsticaj da izvlače što je moguće više gotovine iz firme. Naročito kada je perspektiva firme neizvesna. Da bi se obezbedila gotovina za isplatu dividendi, takve firme su sklone da unovče i imovinu koja bitno doprinosi poslovnom rezultatu. Na primer, vredne nekretnine koje donose prihod od zakupa ili opremu kojom se proizvodi roba koja ima prođu na tržištu. Takve prodaje smanjuju vrednost firme, ali vlasnici znaju da ovaj trošak na kraju snose poverioci. Ako pri tome uspeju i da isplate dividende, gubitak je još veći. Sklonost unovčenja imovine pod nepovoljnim uslovima, da bi se izvukla gotovina iz firmi u nevoljama, može da se posmatra kao ekstreman vid nedovoljnog investiranja (Berk & de Marzo, 2014).

Prethodno razmatranje pokazuje da prezaduženost podstiče menadžere koji deluju u ime vlasnika na odluke koje imaju za posledicu smanjenje vrednosti firme. U svim analiziranim slučajevima vlasnici pokušavaju da smanjenjem vrednosti firme, izdejtstvuju korist za sebe, ali to smanjuje vrednost duga. Međutim, i u ovom slučaju, poverioci su svesni takvog ponašanja i u poziciji su da ga anticipiraju. Baš kao što je bio slučaj sa troškovima finansijskih nevolja. U vreme finansijskih nevolja vlasnicima se čini da mogu prevaliti ove troškove na poverioce, ali su poverioci ove troškove već uračunali u cenu kredita kada su ga odobrili. Zbog veće cene kredita firma je mogla manje da raspodeljuje vlasnicima, i zbog toga *de facto* i ove troškove snose vlasnici. Agencijski troškovi utiču na vrednost firme poput troškova finansijskih nevolja. Na malom nivou duga agencijski troškovi izazivaju malo smanjenje vrednosti firme. Na većem nivou duga agencijski troškovi su veći jer više smanjuju vrednost firme.

11.2.3.2. Agencijske koristi duga – konflikti vlasnika i menadžera

U dosadašnjoj raspravi pretpostavljeno je da menadžeri deluju u interesu vlasnika trajnog kapitala, a pažnja je usredsređena na konflikte interesa između vlasnika i poverilaca u uslovima kada su firme zadužene. Međutim, u praksi menadžeri slede i vlastite interese koji su često u suprotnosti sa interesima vlasnika i poverilaca/kreditora. Čest je slučaj da menadžeri imaju akcije u firmama koje vode, ali to su po pravilu vrlo mali udeli. Upravni odbori imaju pravo da otpuste menadžere, međutim, to čine retko i uglavnom onda kada su njihovi rezultati izrazito loši.

Berk & de Marzo (2014) naglašavaju da je razdvajanje funkcija svojine i upravljanja u savremenim uslovima omogućilo „ušančenje“ (*entrenchment*) menadžmenta. Ono znači da menadžeri suočeni sa malim pretnjama smenjivanja i otpuštanja vode firme sledeći pri tome u velikoj meri i svoje vlastite interese. Pri tome, oni donose odluke koje su na vlastitu korist, a na štetu investitora, koji obezbeđuju kapital firme. Levridž može da podstakne menadžere da firme vode efikasnije. A time dug može da generiše dodatnu korist, pored poreskih ušteda. Ova korist, pak, može da predstavlja faktor koji navodi firme da u svojoj strukturi kapitala biraju više duga.

Koncentracija vlasništva

Jedna od prednosti dugovnog finansiranja jeste što izvornim vlasnicima omogućava da zadrže inicijalni vlasnički udeo. Kao većinski vlasnici oni imaju interes da deluju u najboljem interesu firme. Kada se firma nalazi u poziciji da vlastitim izvorima ne može da finansira profitabilne investicije, pred njom su dve opcije. Jedna podrazumeva emisiju novog trajnog kapitala, a druga je dugoročni dug. Prva opcija implicira razvodnjavanje inicijalnog uloga vlasnika, koje u buduće prinose uključuje i nove investitore, odnosno podrazumeva deobu prinosa između starih i novih vlasnika. Opcija zaduživanja sve prinose prepušta starim vlasnicima. Koncentracija imovine ima pozitivan efekat i na podsticaje vlasnika da deluju u najboljem interesu firme, pogotovu ako je njihov lični kapital od koristi u vođenju firme i doprinosi uspostavljanju efikasnijih upravnih struktura. Nasuprot tome, razvodnjavanje svojinskih odnosa ima suprotan efekat; raspršeno vlasništvo implicira ne samo mali upliv u poslovanje već i mali interes da se nadzire menadžment. Otuda nastaju i agencijski troškovi koji prate takvu upravnu strukturu.

Troškovi smanjenih napora i preteranog trošenja na privilegije su posebna kategorija agencijskih troškova. Oni nastaju zbog razdvajanja vlasništva i upravljanja i mogu se smatrati i troškom trajnog kapitala. Nastaju, pre svega, razvodnjavanjem vlasništva prilikom emisija novog kapitala. Postavlja se pitanje – ko snosi ove troškove? Pod uslovom da su instrumenti korektno vrednovani, ove troškove snose originalni vlasnici. Berk & de Marzo (2014) objašnjavaju da će novi investitori biti spremni da kupuju akcije nove emisije po diskontnim ceni, anticipirajući umanjene napore i privilegije. Ako bi se umesto emisije trajnog kapitala koristio dug za finansiranje investicije, ovi troškovi ne bi postojali. Otud perspektiva može da se promeni i da se izbegnuti troškovi posmatraju kao agencijska korist dugovnog finansiranja.

Drugi efekat dodatne emisije trajnog kapitala su iskušenja menadžera da uživaju privilegije na račun firme. U formi luksuznih kancelarija, automobila sa šoferima ili čak aviona, otvorenih računa za reprezentaciju itd. Raspršeni vlasnici u tome ih teže kontrolišu. Ako je vlasništvo u firmi više koncentrisano, dominantnim vlasnicima takvi troškovi su vidljivi, pa ih se sami i odriču ili ih lakše kontrolišu.

Kontrola slobodnih tokova gotovine (free cash-flows) i rasipnog investiranja

Svojina je obično koncentrisana u malim i mladim firmama. Naknadno dolazi do njenog razvodnjavanja, sa rastom biznisa. Originalni vlasnici se penzionišu, a tada često i prodaju akcije i udele, a novi menadžeri i vlasnici nisu u mogućnosti da steknu velike vlasničke udele. Čak i kad bi mogli, investitori to izbegavaju, i slede strategije raspršenog vlasništva, zbog disperzije rizika. Nadalje firmama je često potrebno više kapitala nego što se može obezbediti kreditima. Zbog svega toga u velikim firmama vlasništvo je vrlo raspršeno.

U takvim okolnostima konflikti interesa između menadžera i vlasnika su izrazito veliki. Nužni su valjani monitoring, sofisticirani standardi odgovornosti, kao i ugovori o nagrađivanju na bazi rezultata kako bi se ponašanje menadžera uskladilo sa interesima vlasnika. Međutim, to nije nimalo lak izazov.

Problem privilegija na račun firmi je izražen u malim firmama, ali nije toliko relevantan u velikim, jer ovi izdaci u velikim firmama imaju tek simbolično učešće u njihovoj vrednosti. U velikim firmama relevantan problem jeste što menadžeri mogu da investiraju neracionalno. Pogrešne investicije su bile razlog propasti mnogih firmi koje su pre toga uspešno poslovale. Postavlja se pitanje šta navodi menadžere na rasipno investiranje? Jedan od odgovora jeste tzv. građenje imperija (*empire building*). Menadžeri tragajući za što većom reputacijom, većim publicitetom i platama teže da što više doprinesu rastu firme, jer će sve to lakše steći u velikim firmama. I zbog toga će ući u nepotrebne akvizicije, izbegavati gašenje nerentabilnih pogona i sl.

Međutim, menadžeri mogu da preduzmu rasipne investicije samo ako na raspolaganju imaju slobodnu/raspoloživu gotovinu. Posredi je hipoteza o slobodnim tokovima gotovine, koju je formulisao Jensen (1986). Ona implicira da je rasipno trošenje kapitala izglednije u firmama sa tokovima gotovine koji znatno prevazilaze potrebne investicije za sve raspoložive rentabilne projekte i potrebna sredstva za servisiranje dugova. Drugim rečima, samo kada je gotovina oskudna, menadžeri će voditi firme efikasno. Saglasno ovoj hipotezi, levridž povećava vrednost firmi jer obavezuje menadžere na redovnu isplatu kamata i glavnica, a to smanjuje prekomerne slobodne tokove gotovine i sprečava rasipno investiranje.

Menadžeri mogu pokušati finansiranje rasipnih investicija i eksternim izvorima. Ali tada investitori izbegavaju da učestvuju u takvim poduhvatima ili obezbeđuju

kapital po nepovoljnim uslovima, što odvraća od investicija. Napokon, eksterno investiranje izaziva i veći stepen kontrole ekonomske opravdanosti projekata i veću pozornost javnosti.

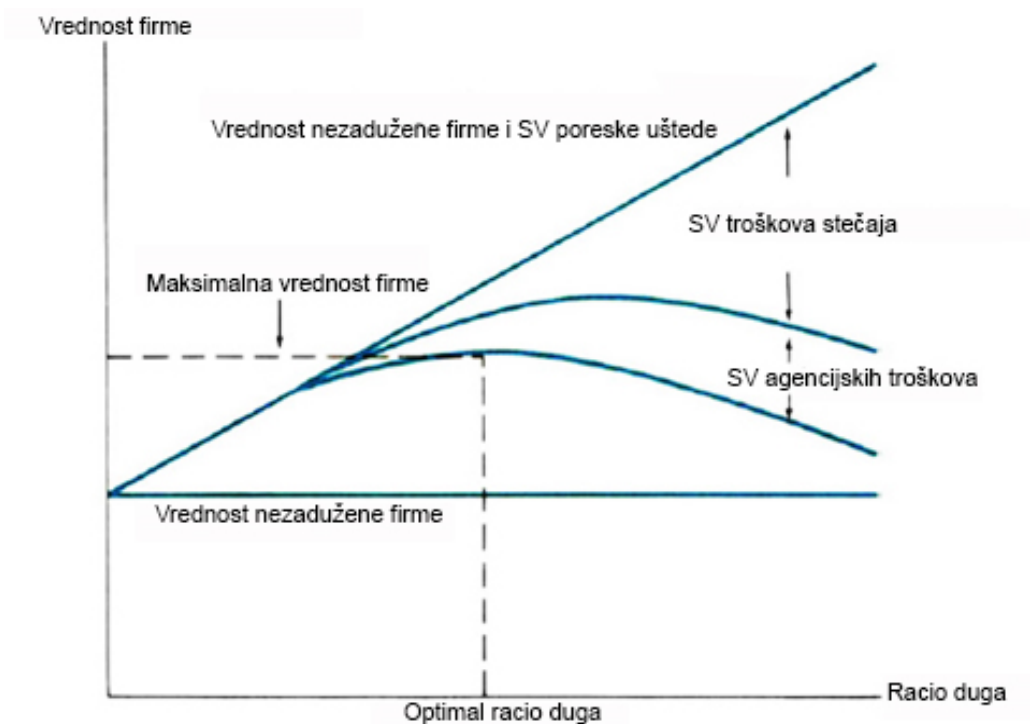
Levridž može smanjiti i stepen „ušančenosti“ menadžera jer se oni smenjuju kada je firma u finasijskim nevoljama. Menadžeri koji su manje ušančeni više su usredsređeni na performanse firmi i manje su skloni rasipnim investicijama. Konačno, u zaduženim firmama kreditori sprovode svoj monitoring akcija menadžera, a to je još jedan nivo njihovog nadzora.

Statička trade-off teorija proširena agencijskim troškovima i koristima duga

Jednačina koja je sadržala samo poreske koristi duga i troškove finasijskih nevolja i stečaja na ovom mestu može da se proširi i agencijskim troškovima i koristima duga. Oni nastaju zbog izvitoperenih podsticaja u uslovima visoke zaduženosti i zbog pozitivnog uticaja duga na ponašanje menadžera. Potpunija jednačina koja izražava *trade-off* teoriju je:

$$V^L = V^U + SV(KPŠ) - SV(TFNS) - SV(ATD) + SV(AKD)$$

Simboli imaju uobičajeno značenje: V^L i V^U su vrednosti firme sa i bez levridža, a SV označava sadašnju vrednost pojedinih determinanti strukture kapitala. KPŠ je skraćenica za kamatni poreski štit, TFNS je skraćenica za troškove finasijskih nevolja i stečaja, ATD je skraćenica za agencijske troškove duga, a AKD skraćenica za agencijske koristi duga. Efekti svih troškova i koristi levridža na vrednost firme je prikazan na Slici br.4.



Slika br. 4. Optimalni levridž sa porezima, agencijskim i troškovima finansijskih nevolja (Izvor: Chen at all., 2010)

Bez duga vrednost firme se ne menja. Ona ne uživa ni poreski štit koji obezbeđuje dug, a ne snosi ni troškove stečaja. Sa rastom levridža firma uživa i koristi od poreskih ušteda čija sadašnja vrednost raste i povećava vrednost zadužene firme. Zadužena firma, takođe, uživa koristi od poboljšanih podsticaja sa kojima se suočavaju njeni menadžeri, a koji smanjuju izdatke za privilegije i nerentabilne investicije. Na visokim nivoima zaduženosti međutim firma se suočava sa smanjenom poreskom koristi od duga, ako kamata prevazilazi EBIT; pri visokom levridžu rastu i troškovi stečaja kao i agencijski troškovi od izopačenih investicionih podsticaja. Vidljivo je da sa rastom duga do visokih nivoa rastu i troškovi stečaja, a i agencijski troškovi koji deluju tako da smanjuju vrednost firme. Optimalni levridž je onaj kada se koristi od poreskog štita i poboljšanih podsticaja koje obezbeđuje dug izjednače sa troškovima stečaja i agencijskim troškovima koje izaziva dug. Koristi duga deluju u pravcu povećanja vrednosti firme, a troškovi duga u pravcu njenog smanjenja. Drugim, rečima optimalni nivo levridža balansira koristi i troškove duga.

12. PREDLOZI ZA UNAPREĐENJE STEČAJNOG PROCESA

Uvodne napomene

Zbog male efikasnosti postojeće klase stečajnih postupaka u literaturi su razvijeni brojni predlozi sa ciljem da doprinesu unapređenju performansi stečajnog procesa. Obuhvat i ciljevi ovih predloga su vrlo različiti. Jedna grupa ima za cilj samo prevazilaženje ograničenja reorganizacije, kakva postoji danas u praksi. Takve prirode su predlog obaveznih aukcija koji je ponudio Baird (1986), predlog sa opcijama koji je ponudio Bebchuck (1988, 2000) i manje poznata *ACCORD* šema za uslove sistemskog stečaja. Druga klasa predloga ima širi obuhvat i svodi se na reformu postojećeg stečajnog režima/sistema pod okriljem države, koji je obavezujući (*mandatory*) po svom karakteru, stečajem koji bi ugovorili sami učesnici dužničko poverilačkih odnosa. On ne bi bio jednoobrazan za sve učesnike, nego bi uvažio specifičnosti i preferencije različitih dužnika i njihovih poverilaca, i zbog toga se smatra efikasnijim. U ovu klasu predloga spada predlog „kameleonskog trajnog kapitala“ koji je ponudio Adler (1993, 1994); „meni“ predlog koji je ponudio Rasmussen (1992) i veoma uticajan predlog koji je uputio Schwartz (1998).

Iza prve grupe predloga krije se ideja da tržišne konsideracije mogu pojednostaviti i unaprediti efikasnost stečajnog procesa. Ako tržište ustanovi određenu vrednost imovine firme u stečaju, mnoga sporna pitanja iz domena stečajne reorganizacije će nestati. U najjednostavnijem slučaju sud može organizovati aukciju insolventne firme za gotovinu, i tu gotovinu raspodeliti poveriocima saglasno priorititetu koji proističe iz ugovora koji su sklopili sa dužnikom pre stečaja. Nakon toga kupac odlučuje šta će učiniti sa imovinom (ili *going concern*) firmom koju je kupio: da li će nastaviti poslovanje ili ne. Isto tako on će odlučiti i o strukturi kapitala nove firme, ako nastavlja poslovanje. Pod okriljem suda poverioci i dužnik više ne odlučuju ni kako da restrukturiraju dugove ni koliko vrednosti da raspodele, niti kako. Nema razloga ni za kakvu raspravu o sumi koja je stečena jer je nju odredilo tržište. Baš ovaku šemu je predložio Baird (1986) – zamenu reorganizacije obaveznom aukcijom.

Adler (1993,1994) je ukazao da bi firme u okolnostima kada u tome ne bi bile sprečene mogle da emituju *kameleonske* instrumente finansiranja – koji imaju i karakter

duga i karakter trajnog kapitala, koji im omogućavaju da izbegnu konvencionalan stečaj sa velikim troškovima, a isto tako i da izbegnu troškove vrednovanja na tržištu aukcijama. Ovaj predlog spada u drugu grupu koja implicira zamenu stečaja pod okriljem države.

12.1. Tržišne konsideracije u stečaju – aukcije

12.1.1. Aukcije u reorganizaciji

Ključni problem u stečajnoj reorganizaciji jeste zapravo vrednovanje firme dužnika. Kada bi ona mogla da se *očitava*, preostala vrednost bi se vrlo jednostavno rasporedila u skladu sa pravilom apsolutnog prioriteta. Ali očito je da to nije moguće pa je zbog toga nužno odrediti vrednost firme kao polaznu pretpostavku daljih aktivnosti. Pošto firma u reorganizaciji ne izlazi na tržište, određivanje njene vrednosti se prepušta pregovaračkom procesu. Pregovarački proces otvara međutim dva problema. Jedan je što poverioci pregovaraju imajući u vidu istovremeno dva pitanja: pitanje upotrebe/alokacije imovine dužnika i pitanje raspodele. U konfliktnim okvirima to dovodi do uslovljavanja odluka o upotrebi imovine kompromisima oko raspodele, što može da rezultira i neefikasnim rešenjima. Drugi problem jeste što pregovarački proces omogućava traganje za rentama (*rent seeking*). Zbog toga je pažnja istraživača oduvek bila usredsređena ka efektivnim rešenjima koja bi obezbedila istovremeno i rešenje problema upotrebe imovine dužnika i raspodele involvirane vrednosti u stečajni proces.

Ključ za rešenje ova dva problema jeste u pronalaženju adekvatnog načina vrednovanja dužnika u stečaju. Kreativnost istraživača je stoga bila usredsređena na iznalazjenje rešenja kojima bi se rešio problem kolektivne akcije i u isto vreme jeftino i valjano vrednovala firma. Tako se rešava i problem traganja za rentama koji je svojstven pregovaračkom procesu u stečajnoj reorganizaciji.

Roe (1983) je bio među prvima koji je pribegao tržišnom rešenju ovog problema. On je predložio inicijalnu ponudu malog paketa interesa/akcija u novoj firmi na tržištu, kao mnogo verodostojniji način utvrđivanja ukupne vrednosti firme od one koju bi utvrdio sud na osnovu veštačenja ili do koje bi došli poverioci kompromisno u pregovaračkom procesu. Po njemu, reorganizaciona vrednost firme koja kotira može da

se nađe prodajom dela (npr. 10%) novih običnih akcija firme na tržištu, a na osnovu njihove vrednosti da se ekstrapolacijom odredi i vrednost cele firme. Treba napomenuti da u ovom predlogu tržište služi samo kao pomoćni mehanizam u reorganizaciji, koji zamenjuje pregovaranje i parnice u postupku određivanja vrednosti.

Na osnovu takve cene bi se utvrdila i ukupna vrednost firme dužnika, a na osnovu nje bi se odredilo učešće poverilaca u ukupnim obavezama restrukturiranog preduzeća, ili u njegovom trajnom kapitalu ako bi došlo do konverzije potraživanja u vlasnički kapital. Drugim rečima, Roe (1983) je ukazao da stečajni zakon ne omogućava prodaju cele firme, ali omogućava prodaju malog dela interesa u firmi u reorganizaciji. Tržišna cena iz takve transakcije može da posluži kao osnov za emisiju dodatnih novih interesa u zamenu za predstečajna potraživanja i interese. Celovita aukcija nije ni potrebna.

12.1.2. Aukcije kao zamena reorganizacije

U ranoj debati predlog razrešenja ovog problema ponudio je i Baird (1986). On je koliko jednostavan toliko i radikaln i svodi se na napuštanje same reorganizacije, što implicira stečajni režim sa samo jednim poglavljem, koji se zasniva na obaveznom izlaganju dužnika javnoj aukciji. Ovaj predlog Baird obrazlaže baš time što aukcije na slobodnom tržištu razdvajaju pitanje upotrebe imovine i raspodele, pa otud vode efikasnom ishodu. Preciznije, Baird (1986) je predložio da se umesto komplikovanog i skupog ponovnog ugovaranja koje se suštinski obavlja u reorganizaciji kroz pregovarački proces, firma izloži na javnu aukciju, a da se prihodi raspodele u skladu sa prioritetima koji su ugrađeni u izvornim ugovorima. Ako firma ima *going concern* vrednost, Baird smatra da će ona biti uključena u cenu koju bude nudio najbolji ponudač. Pošto bi se prihodi podelili u skladu sa pred-stečajnim prioritetima iz ugovora, rešenje problema kolektivne akcije aukcijom ne iziskuje redefinisane tih ugovora. Poznato je, međutim, da aukcije impliciraju vlastite transakcione troškove i nesavršenosti. O nekima koje se manifestuju u kontekstu stečaja će biti reči u nastavku izlaganja.

Baird svoj predlog obrazlaže na sledeći način. Firma u stečajnoj reorganizaciji se suočava sa dva potpuno različita problema. Prvi proizilazi otud što treba da se donese

odluka o tome kako da se upotrebi njena imovina. Međutim, firme u finansijskim nevoljama po pravilo imaju opskurne biznis planove koji moraju da se revidiraju. To implicira prodaju neke imovine, a često i nabavku nove. O tome međutim najbolje zna budući vlasnik takve firme. Drugi problem proizilazi otud što firme u nevolji moraju i da preuređuju svoje strukture kapitala. Vrlo retko firme imaju uredne/čiste strukture kapitala u kojima su obezbeđenja nesporna, a šeme prioriteta namirenja nedvosmislene. Obezbeđeni kreditori uživaju senioritet u namirenju samo do visine vrednosti svog kolaterala. Međutim, čest je slučaj da je vrlo teško, ako ne i nemoguće, proceniti kolateral koji čini ceo pogon ili oprema, odvojeno od vrednosti celokupne firme. Pored toga, prioritet pojedinih kreditora može da bude sporan ili pod sumnjom prevarne radnje. Firme često imaju i sporove sa poreskim organima oko velikih iznosa poreza ili vode parnice sa neizvesnim ishodom. Najzad, nisu retki ni slučajevi da se protiv firme procesuiraju masovni odštetni zahtevi. Sve to čini relativni prioritet kreditora vrlo nejasnim. Razrešenje svih nabrojanih problema podrazumeva parnice, koje impliraju ročišta i žalbe, a to izikuje mnogo vremena. U stečajnim organizacijama svi ovi problemi moraju da se reše i zato one traju dugo i podrazumevaju velike troškove.

Glavna prednost javnih aukcija jeste što one razdvajaju ova dva pitanja. One ne iziskuju razrešnje nijedne od pomenutih nejasnoća ili sporova. Vrlo brzo može da se organizuje aukcija imovine, a prihvodi da se rezervišu do razrešenja nejasnoća oko njihove deobe. Kupac sa aukcije preusmerava imovinu u njenu najbolju upotrebu, poverioci nespornih potraživanja će se namiriti, a oni drugi – čekati ishod sporova. Kupac na aukciji ujedno i najbolje zna koja je optimalna upotreba imovine. Ona određuje i kako će on licitirati: da li će formirati *going concern* ponudu za celu imovinu, ako računa na nastavak biznisa; ili će ponudu dati samo za pojedine delove imovine. Jednom rečju, javne aukcije su mehanizam koji obezbeđuje vrlo čistu separaciju odluka o upotrebi imovine od odluke o raspodeli vrednosti u stečaju. I zbog toga isključuju sve nabrojane konflikte među učesnicima stečajnog procesa koji mogu da budu generatori neefikasnosti.

Ideju aukcija je podržao i Jensen (1991). On smatra da aukcije imaju dve prednosti u odnosu na postojeći sistem određen pravilima reorganizacije. Prva prednost se ogleda u tome što one odvajaju zadatak ocene vrednosti firme od zadatka deobe te vrednosti između poverilaca i vlasnika – prvi prepuštaju tržištu kapitala, a drugi

sudovima. Druga prednost aukcija se ogleda u tome što one zaštićuju operacije firme od destruktivnog konflikta kreditora i vlasnika oko deobe reorganizacione vrednosti. Upravo ovaj konflikt čini postojeći formalni postupak stečajnih reorganizacija tako neefikasnim.

Jensen (1991) takođe ukazuje da aukcijski proces, takođe, efektno preuzima kontrolna prava nad firmama iz ruku sudova (koji ih po pravilu dodeljuju ranijim menadžerima) i transferiše ih najboljim ponuđačima sa tržišta. Pošto su na aukciji bili spremni da ulože najviše, oni zasigurno i znaju šta će učiniti sa firmom koju su stekli.

Dodatni argument tezi da aukcije razrešavaju konflikte interesa svojstvene situaciji insolventnosti pruža glavni nalaz teorije aukcija tzv. *teorema o ekvivalentnosti očekivanih prihoda*. Ova teorema govori da – ukoliko licitanti imaju privatne vrednosti i ukoliko su neutralni prema riziku i simetrični – engleska, holandska, aukcija po najvišoj i drugoj najvišoj ceni donosi prodavcu isti očekivani prihod. To znači da, bar načelno, ne bi trebalo da bude ni konflikta oko oblika aukcije koja se bira. Restriktivne pretpostavke ovog nalaza, međutim, otvaraju mogućnost i za druge zaključke.

12.1.3. Problem izbora tipa aukcije u stečaju

Ni kada je u pitanju izbor aukcija, stvari nisu jednostavne, kao što izgleda na prvi pogled. Bhattacharya i Singh (1999) su pokazali da između kreditora sa većim i manjim senioritetom neće postojati saglasnost oko izbora tipa aukcije, čak iako različiti tipovi aukcija generišu istu očekivanu vrednost prihoda. To je zbog toga što je stvarna cena koju će platiti pobednik aukcije ipak neizvesna – iako se može predvideti očekivana vrednost prihoda aukcije. Rizik ponuda je važan za poverioce firme, i različiti poverioci će imati različite preferencije prema tom riziku.

Da bi fokusirali preferencije različitih investitora prema različitim nivoima rizika, Bhattacharya i Singh uporedili su tipove aukcija koji generišu istu vrednost očekivanog prinosa, ali imaju različitu disperziju. Poverioci sa malim senioritetom potraživanja će preferirati tip aukcije sa visokim verovatnoćama i vrlo visokih i vrlo niskih ponuda. To je zbog toga što će saglasno pravilu apsolutnog prioriteta oni biti namireni samo kada su poverioci višeg senioriteta namireni u celini. Aukcija koju karakteriše široka disperzija prihoda povećava izgleda da poverioci nižeg senioriteta

budu namireni. Zbog istih razloga poverioci višeg senioriteta preferiraju aukcije sa manjom disperzijom prihoda.

Preciznije, Bhattacharya i Singh (1999) su pokazali da poverioci višeg senioriteta preferiraju striktno zapečaćenu aukciju sa prvom najvećom cenom u odnosu na otvorenu aukciju sa rastućom cenom, dok je preferencija poverilaca nižeg senioriteta suprotna. U otvorenoj aukciji sa rastućim ponudama, ponude rastu dok svi učesnici (sa izuzetkom pobjednika) ne otpadnu. Saglasno tome, pobjednik će platiti samo neznatno više nego što je bila ponuda drugog učesnika sa najvećom cenom. Kada je rastuća otvorena aukcija zapečaćena, nijedan učesnik ne vidi kada ostali učesnici otpadnu. U zapečaćenoj aukciji sa prvom najvećom cenom pobjednik plaća svoju cenu ponude, a ne cenu drugog najvećeg ponuđača. Pošto su ponude zapečaćene, ponuđač ne vidi ponudu koju daje drugi.

Zaključak koji se nameće posle upravo elaboriranog jeste da ne postoji stečajni mehanizam koji razdvaja u potpunosti pitanje alokacije sredstava i raspodele prihoda, sve dok poverioci imaju različite vrste potraživanja koja impliciraju i različite sklonosti prema riziku. Takav mehanizam nije sadržan ni u samoj aukciji. Drugim rečima, ni aukcijama nisu strani konflikti među učesnicima koji generišu neefikasnosti različite vrste.

12.1.4. Aukcija u stečaju – problem prethodnog uloga

U stečaju aukcije otvaraju još jedan vrlo ozbiljan problem. Postoji, zapravo, jedna karakteristika koja umnogome razlikuje aukcije u stečaju od drugih aukcija. To je mogućnost da učesnik na aukciji u stečaju bude neko ko već ima udeo/učešće u predmetu aukcije (*toehold*). Pored vlasnika to mogu da budu i poverioci kao i drugi investitori koji pre aukcije stiču udeo u firmi. Takvi su tzv. *investitori grabljivci* (*vulture investors*) koji otkupljuju dugove firmi u problemima po diskontnim cenama da bi odigrali značajnu ulogu u njihovom stečaju. Hotchkiss i Mooradian (1997) detaljno opisuju aktivnosti ove klase investitora i smatraju ih ekspertima za upravljanje i rasformiranje takvih firmi.

U standardnim aukcijama učesnik nikad ne licitira predmet više nego što ga vrednuje. Međutim, to nije slučaj sa učesnikom aukcije koji ima ranije učešće u predmetu aukcije. Takav učesnik aukcije ima razloga da sistematski prelicitira, što znači

da licitira više nego što vrednuje predmet. Ako izgubi aukciju, a uspeo je da podigne ponude drugih učesnika, njemu će pripasti deo veće cene koju je izlicitirao pobednik aukcije. Drugim rečima, sasvim različito od onoga šta se dešava u standardnim aukcijama – učesnik sa ranijim ulogom je na dobitku i ako gubi aukciju, ako pobednika uspe da navede da plati više za predmet nego što bi platio kada bi licitirao sa učesnikom bez prethodnog udela.

Fenomen prelicitiranja je prvi uočio Burkart (1995) u kontekstu nadmetanja za preuzimanje firme, ali je zapazio da on ima šire značenje u stečajnim postupcima. Prelicitiranje, međutim, ukazuje da svaki potencijalni učesnik aukcije mora da uzme u obzir ne samo mogućnost visokih ponuda od učesnika koji visoko vrednuju predmet nego i od onih koji predmet vrednuju malo, ali imaju druge razloge da licitiraju visoko. To predstavlja problem, jer potencijalne učesnike aukcije, koji nisu povezani sa firmom, a koji možda imaju superiorne planove vođenja firme ili prodaje njene imovine, prelicitiranje može da odvрати od učešća na aukciji. To predstavlja dodatni generator neefikasnosti jer se time smanjuje broj učesnika aukcije ili se broj svodi na samo jednog učesnika.

Posebnu vrstu problema otvara učešće starog rukovodstva u eventualnoj koaliciji sa nekim od kreditora na aukcijama. To je stari problem koji su u teoriji aukcija otvorili Crampton et. al. (1987). Oni su pokazali da aukcija u kojoj jedan od učesnika/ponuđača ima inicijalni ulog može da generiše neefikasnu alokaciju. Hotchkiss i Mooradian (2003) razvili su ovaj pristup aukcija u nekoliko pravaca. Oni su najpre modelirali gotovinsku aukciju u stečaju u kojoj postoje dva ponuđača; jednog predstavlja koalicija rukovodstva i kreditora, a drugi je eksterni ponuđač koji nema inicijalni ulog u firmi u stečaju. Kada se firma u stečaju prodaje aukcijom, postojeći poverioci i rukovodstvo često formiraju koaliciju koja daje ponudu. Ova koalicija, koja deluje i kao prodavac postojećih prava, ali i kao potencijalni kupac, ima podsticaj da prelicitira da bi izdejstvovala veću kontra ponudu, i tako prodala svoj ulog po većoj ceni. Neefikasnost nastaje kada koalicija prelicitira i dobija aukciju, po ceni koja prevazilazi vlastito vrednovanje predmeta aukcije, a to je preduzeće koje je predmet aukcije.

12.1.5. Stromberg-ov model i njegovi opšti nalazi

Stromberg (2000) je razvio teorijski model stečajnog postupka zasnovanog na gotovinskim aukcijama koji kombinuje dva fenomena: konflikt interesa između poverilaca i efekat nelikvidnosti na tržištu stečajne imovine. Model razlikuje dva ishoda stečajnog postupka. U jednom, operacije firme se ugase u starom formatu, a to je ako se imovina prodaje novim vlasnicima, ili u delovima i kao *going concern*. U drugom, biznis se preprodaje ranijim vlasnicima/predstečajnom rukovodstvu, koje stiže svu imovinu firme u stečaju. Pošto predstečajni vlasnici/rukovodstva nemaju vlastitih sredstava za transakciju, preprodaja implicira reprogramiranje postojećeg duga prema banci u cilju finansiranja akvizicije. Prema tome, firma će biti likvidirana ili iznova prodana ranijim vlasnicima zavisno od toga da li je banci probitačno da finansira prodaju ranijem vlasniku.

Model predviđa da će prodaja ranijim vlasnicima biti uobičajena u periodima kada je tržište imovine u stečaju manje likvidno. To je slučaj kada prodaja ranijim vlasnicima/upravi može biti optimalna – iako uprava nije najvišeg kvaliteta, jer se tako izbegava likvidacija po bagatelnim cenama. U ovom slučaju iako banka ima potraživanje višeg senioriteta, ona višak ove opcije mora podeliti sa drugim pasivnim poveriocima. U slučaju neuspeha, najveći gubitak snosi banka jer ima prioriteta potraživanja, a u slučaju uspeha najviše koristi izvlače drugi poverioci. U slučaju da stvari krenu dobro i banka uživa koristi od odnosa sa zdravom firmom. A to banku čini pristrasnom prema preteranom finansiranju prodaje ranijim vlasnicima.

Model pokazuje da ideja gotovinskih aukcija – kada se sprovodi u praksi – više liči na stečajnu reorganizaciju nego na čistu aukciju koju je zamislio Baird (1986). I u gotovinskim aukcijama, likvidacije po bagatelnim cenama se izbegavaju vrlo često, prodajom ranijim vlasnicima koja je vrlo slična reprogramiranju dugova koje se odvija u stečajnoj reorganizaciji. Saglasno tome, ni gotovinske aukcije ne obezbeđuju uvek separaciju odluka o realokaciji i raspodeli koje su karakteristične u stečaju. Konflikta interesa između banaka i ostalih poverilaca mogu dovesti do neefikasnih odluka o nastavku poslovanja dužnika. Najzad, kada se postigne transakcija prodaje ranijem vlasniku suštinski dolazi do narušavanja principa apsolutnog prioriteta, iako je ono formalno ispoštovano. To je zato što banka i raniji vlasnik – koji sklapaju posao, u

takvim transakcijama prisvajaju deo *going concern* viška za sebe, a na račun ostalih poverilaca.

Prema tome, suštinski zaključak ove diskusije jeste da iako zakonska rešenja liče na udžbeničke aukcije, njihovo praktično sprovođenje više liči na postupak stečajne reorganizacije. Ipak, postoje dve bitne razlike između ovog postupka i formalne reorganizacije. U formalnoj reorganizaciji postoje dodatne odredbe – poput onih koje se odnose na finansiranje koje obezbeđuje dužnik u posedu (*debtor in possession financing*), što omogućava dužniku da zadrži operacije duže. To smanjuje troškove odlaganja razrešenja stečaja, što olakšava učešće drugih učesnika u aukciji. Drugim rečima, relativni rizik likvidacije, tj. traganja za alternativnim kupcima, je manji, što će banku podsticati na efikasnije odluke. Drugo, u gotovinskoj aukciji pregovori između učesnika ne odvijaju se u okvirima stečajnog postupka, što nekim učesnicima poput poverilaca sa neprioritetnim potraživanja oduzima pregovaračku moć, a to utiče i na ishod. U stečajnoj reorganizaciji pregovori se odvijaju u zakonom strogo definisanim okvirima, što učesnicima obezbeđuje sasvim drugačiju pregovaračku moć. Pošto svaka klasa poverilaca u reorganizaciji usvaja plan, moć neprioritetnih poverilaca je znatno veća nego u aukciji. Da li je poželjno menjati pregovaračku moć učesnika u stečaju posebno je pitanje (Berkovitch et al. 1998).

12.2. Metod opcija

12.2.1. Opcije kao metod vrednovanja firmi u stečaju

Godine 1988. Bebchuck je predložio jednu novu i nadasve originalnu ideju za reformu stečajnog procesa. Ona privlači pažnju istraživača i danas. Ideja je nastala kao odgovor na narušavanje pravila apsolutnog prioriteta, *rent seeking* ponašanje i cenkanje svojstveno tradicionalnom mehanizmu stečajne reorganizacije.

Veliki problem svojstven svim postojećim stečajnim postupcima je to što nijedan ne definiše svojinska prava poverilaca nesolventne firme. Implikacije toga su vrlo krupne. Naime, zbog toga poverioci sa svojim potraživanjima koja nisu homogena, odluke o tome šta raditi sa imovinom i kako podeliti raspoloživu vrednost donose mehanizmom cenkanja, pogađanja ili pregovaranja. U takvim okolnostima i upliv

stečajnih upravnika i sudija je potencijalno veći. Bebchuck je prvi rešio ovaj problem i to tako što se njegovim predlogom opcija svojinska prava na nesolventnoj firmi alociraju poveriocima, pre nego što se donosi odluka o tome šta učiniti sa firmom dužnikom. To omogućava daleko jednostavniji, a i efikasniji mehanizam odlučivanja, zasnovan na homogenim svojinskim pravima. Suština predloga je mehanizam alokacije svojinskih prava poveriocima na novom preduzeću čiji kapital je za početak u celosti vlasnički.

Njegova glavna ideja je da se kreditorima najvišeg senioriteta ustupi nesolventna firma. Tačnije, celokupan trajni kapital /sve deonice/ nove restrukturirane firme srazmerno njihovom učešću u ovim potraživanjima. Nova firma je zapravo nesolventna firma, ali bez dugova. Uporedo sa tim, poveriocima nižeg senioriteta i ranijim vlasnicima bi se obezbedile opcije otkupa novih deonica i potraživanja višeg senioriteta za gotovinu. Izvršenjem /realizacijom/ ovih opcija rešava se i problem vrednovanja firme i raspodele vrednosti između poverilaca i nosioca interesa u njoj, kao i uspostavljanja nove strukture kapitala reorganizovanog preduzeća.

Glavni problem koji se ispoljava u stečajnoj reorganizaciji, a rešava se predlogom Bebchuck-a, zapravo, je raspodela vrednosti nesolventne firme između poverilaca različitog senioriteta i ranijih vlasnika, tj. između učesnika stečajnog procesa. Ako bi vrednost dužnika bila nesporna i ako ne bi bilo različitih učesnika i klasa poverilaca različitog senioriteta, problem raspodele vrednosti dužnika bi bio jednostavan. Svaki učesnik bi dobio novih deonica srazmerno potraživanjima i/ili vlasničkim interesima u nesolventnoj firmi. Problem bi bio relativno jednostavan i ako je vrednost nesporna, a postoje poverioci različitih klasa sa različitim prioritetima potraživanja. U ovom slučaju alokacija deonica bi sledila princip raspodele fiksnog iznosa novca, primenom pravila apsolutnog prioriteta. Napre bi deonice dobili poverioci najvišeg prioriteta, do punog iznosa potraživanja, a zatim poverioci nižeg senioriteta, pa raniji vlasnici.

Problemi nastaju, međutim, kada je vrednost dužnika nepoznata učesnicima stečajnog postupka. Ako postoji provizorna procena ona može dovesti učesnike postupka u različite pozicije. Ako je takva procena niska, poverioci najvišeg senioriteta će dobiti relativno mnogo deonica, a poveriocima nižeg prioriteta i ranijim vlasnicima bi pripalo vrlo malo. Ako je procena visoka, poverioci visokog senioriteta će dobiti

srazmerno malo deonica, a izgledi da se i poverioci nižeg senioriteta i vlasnici namiruju – rastu. Čak i ako je procena korektna, sve klase poverilaca će biti u situaciji da negoduju jer takva procena nije očigledna. Poverioci višeg senioriteta će uvek insistirati na što manjoj proceni, dok će poverioci nižeg senioriteta i raniji vlasnici insistirati na što većoj proceni. Drugim rečima, svako će insistirati na proceni koja mu obezbeđuje veće učešće u kolaču koji se raspodeljuje, a problem pravedne raspodele se svodi na problem utvđivanja prave vrednosti za raspodelu. Prema tome, ako je vrednost firme predmet pregovora i cenkanja među učesnicima stečajnog procesa to ga čini zamršenijim i dugotrajnijim i podložnim pokušajima traganja za rentama.

Rešenje koje je predložio Bebchuck se zasniva na emisiji deonica novog kapitala reorganizovanog preduzeća i opcija, čuvajući pri tom postojeći redosled prioriteta potraživanja prema preduzeću i interesa u njemu. Predlog dopušta svakom učesniku postupka da izvrši vlastitu procenu vrednosti koja je raspoloživa za raspodelu. Ako svako vrši procenu za sebe, niko neće moći da prigovara. Poverilac sa visokim senioritetom može sam za sebe smanjiti procenu, a oni sa nižim senioritetom i raniji vlasnici mogu povećati procenu i tako dobiti više. Postavlja se pitanje kako je moguće da svaki učesnik koristi vlastitu procenu, ako su one vrlo različite. To je moguće ako poverioci najvećeg senioriteta dobiju sve deonice nove firme, koja je sledbenik ranije nesolventne firme oslobođene svih dugova. Svi drugi poverioci i raniji vlasnici nesolventne firme neće dobiti deonice nego samo opcije da mogu da otkupe deonice reorganizovane firme, otplatom poverilaca višeg senioriteta u gotovini.

Drugim rečima, glavna ideja jeste da se poveriocima firme u stečaju sa najvećim senioritetom dodeljuju interesi u firmi, dok se ostalim poveriocima i ranijim vlasnicima dodeljuju opcije da te interese otkupe po nominalnoj ceni potraživanja. Ovaj predlog je pozitivno ocenjen u stručnim krugovima, a poslužio je i kao polazna osnova u drugim predlozima za unapređenje stečajnog procesa.

U stečajnoj terminologiji potraživanje (*claim*) je dugovna obaveza dok je interes (*interest*) pravo na rezidualnu vrednost pošto su obaveze izmirene. Preferencijalne akcije predstavljaju interes inferioran u odnosu na dug, ali sa fiksnim prioritetom isplate ispred običnih akcija, koje su čist rezidualni interes. U finansijskoj terminologiji vlasnički kapital se tretira kao rezidualno potraživanje.

Još preciznije, predlog implicira da se svakom poveriocu i nosiocu interesa u firmi dodeli *call* opcija u rastućem redu prioriteta. Svako može da otkupi potraživanja i interese za jedan stepen iznad svojih i to realizacijom opcije koja mu je data. Opcija ovlašćuje njenog vlasnika da kupi srazmeran deo ili sva potraživanja i interese po nominalnoj ceni, ako/sve dok/ nosilac potraživanja i interesa nižeg reda ne realizuje svoju opciju da otkupi potraživanje višeg prioriteta po nominalnoj ceni.

Ako se bilo koja opcija realizuje, firma će izaći iz ovog procesa sa strukturom kapitala koju sačinjavaju interesi ili interesi i potraživanja onih koji su realizovali svoje opcije. Ako niko ne realizuje opcije, najprioritetnijem predstečajnom poveriocu bi pripali svi interesi i potraživanja u firmi. Kad se završi ceo proces on/novi vlasnik bi mogao da učini sa firmom ono što smatra da je najbolje. Ključni element predloga jeste i to što individualni investitori koji nemaju sredstava da realizuju dodeljene opcije, mogu da ih prodaju kupcu koji ima resurse.

Metod opcija je posredno usredsređen i na vrednovanje firme u stečaju. Jer vrednovanje određuje koliko kome pripada. Ako je vrednost mala ona pokriva samo obezbeđena ili deo obezbeđenih potraživanja. Ako je veća, pokriva i deo neobezbeđenih potraživanja. Često ta vrednost pokriva i sve obaveze, i preko toga, što znači da je kapital pozitivan. U mehanizmu reorganizacije ovo vrednovanje predstavlja kompromis između učesnika ili rezultat parnice koju presuđuje sud.

Metod opcija koji je koncipirao Bebchuck (1988) implicira mehanizam vrednovanja firme u stečaju na način da svako obavlja procenu za sebe, a to se radi realizacijom opcija. Realizacija opcija, zapravo, predstavlja specifično vrednovanje, jer svako ko realizuje opciju (isplaćuje poverioca višeg prioriteta) procenjuje da je vrednost interesa koji time stiče veća od nominalne vrednosti duga, i tako tu vrednost prisvaja za sebe. Realizacija opcije znači da ona ima veću vrednost od potraživanja, a ona se ogleda u vrednosti interesa koji se time stiče.

Proces počinje inicijalnom dodelom interesa poveriocima sa najvećim senioritetom potraživanja. To je najjednostavnija struktura kapitala koja uključuje samo vlasnički kapital (*all equity*). Ona implicira preliminarno da je firma predata obezbeđenim poveriocima jer nema pokazatelja da vredi više. Kasnije, kroz proces vrednovanja realizacijom dodeljenih opcija može da se utvrdi da vredi više. Sva vrednovanja opcija agregatno određuju i ukupnu vrednost firme.

Izvorni predlog opcija formulisao je Bebchuck (1988), kao metod za konverziju potraživanja u trajni kapital reorganizovanog preduzeća sa finansijskom strukturom koja se sastoji samo od trajnog kapitala, koja bi se ubrzo posle dodele i realizacije opcija eventualno korigovala. Ovaj postupak bi trebao da zameni proces cenkanja u stečajnoj reorganizaciji mehanizmom koji je objektiviziran i zasniva se na tržišnim konsideracijama. Pri tome, Bebchuck je predlog koncipirao tako da raspodela novih svojinskih prava nad dužnikom bude u skladu sa pravilom apsolutnog prioriteta. Međutim, ovaj predlog predstavlja samo jedan segment složenijeg mehanizma kakav je celovit stečajni postupak. Zapravo, predlog implicira da otvaranje stečaja treba da bude samo okidač automatskog finansijskog restrukturiranja uz pomoć opcija. Nadalje, odluka o tome da li preduzeće likvidirati ili restrukturirati pripala bi rukovodstvu, koje može da bude i staro, ako ga novi vlasnici ne menjaju. I to je drugi važan segment integralnog izvornog predloga koji je koncipirao Bebchuck. Predlog ostavlja do kraja otvoreno pitanje šta učiniti sa preduzećem – likvidirati ga ili reorganizovati, i to novim vlasnicima, i tržištu na kome se uspostavlja kontrola na preduzeću. To može da bude slaba tačka jer se ignorišu konflikti interesa između rukovodstva i vlasnika.

U modelu opcija ne postoji eksplicitni metod za određivanje kako će se upravljati novim entitetom, niti za izbor rukovodstva; da li će staro rukovodstvo ostati ili će biti zamenjeno. Implicitno se pretpostavlja da će nakon realizacije opcija, novi vlasnici trajnog kapitala izabrati upravu, a ona angažovati rukovodstvo. Istim postupkom kako se to čini kod preduzeća koja nisu u stečaju. U praksi, rukovodstva koja uživaju privatne koristi od kontrole, nisu spremna na likvidaciju nerentabilne firme. Štaviše, tržište na kome se uspostavlja kontrola nad firmama ne funkcioniše tako savršeno da ih na to primora. Poznato je da i vrlo loše vođene firme ponekad nisu ranjive na neprijateljsko preuzimanje. Aghion et al. (1992, 1994) razvili su model opcija novom aukcijom sa bezgotovinskim ponudama, da bi se izbegao agencijski problem između novih vlasnika i starog rukovodstva.

12.2.2. Kritika modela opcija

Bebchuck (1988, 2000) smatra da postupak ima tržišni karakter i da je zbog toga i pravičan jer niko nema razloga za negodovanje. U stručnim krugovima ovaj predlog je

dočekan blagonaklono, a jedan od znakova njegovog prihvatanja bilo je uključivanje opcija kao metoda vrednovanja i raspodele u kompleksnije predloge reforme stečajnog procesa.

Prva kritika izvornog modela Bebchuck-a (1988) odnosila se na narušavanje principa apsolutnog prioriteta, odnosno na mogućnost da poverioci nižeg senioriteta budu namireni u gotovini, a da poverioci višeg senioriteta ne budu namireni u celini. Problem su uočili Hart et.al., (1997) i kao njegovo rešenje predložili internu aukciju na kojoj prava mogu da se kupe po povlašćenim uslovima, po ceni na nivou dugova, izbegavajući pri tom konkurenciju eksternih investitora. Kritiku je prihvatio i Bebchuck (2000) i internu aukciju uključio u modifikovani finalni predlog.

Najžešći kritičar ovog predloga je Dilger (2000, 2006). On je pokazao da neki učesnici stečajnog procesa ipak imaju razloga za nezadovoljstvo predloženim mehanizmom i raspodelom koju generišu opcije. Predlog, naime, ispoljava sistematsku pristrasnost na štetu poverilaca sa nižim senioritetom i ranijih vlasnika, jer oni moraju da se suočavaju sa problemom prikupljanja informacija, snose posledice neizbežnih grešaka u proceni vrednosti firmi u stečaju, a primorani su i da za realizaciju opcija obezbeđuju potrebna sredstva. O svakom od ovih prigovora će biti reči detaljnije.

Prvi prigovor odnosi se na nedovoljne informacije poverilaca prilikom donošenja odluka koje su nametnute ovim modelom. Učesnici, naime, sasvim opravdano mogu negodovati jer ne raspolažu potrebnim informacijama o vrednosti firme. Pri tome, ako neko ne može doći samostalno do procene vrednosti – ma kako subjektivne, on i nije u stanju da meritorno odlučuje o realizaciji ponuđenih opcija. To je relevantan problem za poverioce nižeg senioriteta i ranije vlasnike. Protivargument na ovu primedbu jeste da se odluke donose uvek u uslovima nepotpune informisanosti. Bebchuck (1998) navodi da se i u standardnoj reorganizaciji odluke donose u uslovima nepoznanica. Štaviše, on tvrdi da učesnici u modelu opcija iziskuju manje informacija nego u reorganizaciji, a da istovremeno raspolažu sa više informacija. U modelu opcija učesnici treba samo da procene da li vrednost firme prevazilazi implicitnu procenu sadržanu u tržišnoj ceni opcija/njihovih prava, odnosno da li je vrednost njihovih prava veća od tržišne vrednosti njihovih potraživanja. Nasuprot tome, odluke koje se donose u standardnoj reorganizaciji su kompleksnije i iziskuju više informacija. Učesnici u modelu opcija raspolažu sa više informacija jer model pretpostavlja postojanje tržišta

opcija koje je dodatni generator informacija. Prema tome, Bebchuck ističe da u modelu opcija učesnici iziskuju manje, a raspolazu sa više informacija nego u standardnoj reorganizaciji.

Dilger (2000), međutim, izražava veliku rezervu u pogledu uporedne količine raspoloživih informacija. Metod opcija pretpostavlja individualno delovanje učesnika, a delujući individualno oni imaju manje podsticaja da prikupe informacije. Kada bi informisanje imali za cilj, oni bi se suočili sa problemom kolektivne akcije. Bebchuck (1998) je to priznao kao mogući problem i zbog toga je istakao mogućnost zajedničkog delovanja u cilju sticanja informacija, jer to metod opcija ne zabranjuje. Međutim, problem kolektivne akcije ne nastaje zbog zabrane kolektivnog delovanja. Problem je kako organizovati kolektivnu akciju, kada niko nema dovoljno individualnih podsticaja da je preduzme. Štaviše, postojeći legalni okviri stečajne reorganizacije predstavljaju osnov kolektivne akcije. Oni propisuju organizaciju pojedinih klasa poverilaca i njihovih predstavnika, sa ciljem pospešivanja kolektivne akcije.

Drugi prigovor odnosi se na svojstvo modela da implicira različite posledice po pojedine učesnike u pogledu pogrešne procene vrednosti firme u stečaju. Dilger (2000) ističe sistematsku pristrasnost modela opcija na štetu poverilaca nižeg senioriteta i ranijih vlasnika, kada su u pitanju konsekvence greški vezanih za procene vrednosti. Takve greške su neizbežne i kada bi imale samo oblik potcenjivanja i precenjivanja u okviru klasa, one bi se potirale, i svaka klasa bi dobila očekivanu vrednost onog što joj pripada. Dilger (2009), pak, dokazuje da metod opcija ne garantuje učesnicima sa nižim senioritetom očekivanu vrednost onoga što im pripada. Ako svaki put postoji razlika između očekivane i realne vrednosti, oni mogu da budu u situaciji da samo gube, a nikada da dobiju. U najboljem slučaju, razlika nije relevantna. Nasuprot njima, poverioci sa većim senioritetom ne moraju da odlučuju. Zbog toga poverioci i vlasnici koji moraju da donose odluke neizbežno su primorani na snošenje posledica mogućih grešaka.

Ako učesnik sa nižim senioritetom precenjuje vrednost firme u stečaju, on može da snosi gubitke ako odlučuje da realizuje svoju opciju, iako bi za njega bilo bolje da to ne učini. To je slučaj kada on procenjuje da je vrednost interesa koji stiče viša od cene po kojoj može realizovati opciju, iako je prava vrednost interesa niža. U drugim slučajevima precenjivanje ne implicira ni troškove ni dobitke. To su slučajevi kada su obe vrednosti – procenjena i realna – ispod ili iznad cene realizacije opcije. Ako, pak,

učesnik sa nižim senioritetom potcenjuje vrednost firme u stečaju, on može da bude na gubitku ako odluči da ne realizuje svoju opciju, iako bi za njega bilo bolje da je realizuje. To je slučaj kada on procenjuje da je vrednost interesa niža od cene po kojoj može realizovati opciju, iako je prava vrednost interesa veća. Postoje i slučajevi kada potcenjivanje ne implicira ni troškove, ali ni dobitke. To su, takođe, oni slučajevi kada su i procenjena i realna vrednost ispod ili iznad cene realizacije opcije.

To znači da učesnici nižeg senioriteta uvek gube kada razlika između procenjene vrednosti ima uticaja na njihove odluke o realizaciji opcija. Dobitnici su poverioci sa najvišim senioritetom koji dobiju više interesa ili gotovine od onoga što im pripada i to zbog pogrešnih procena poverilaca nižeg senioriteta. Ova pristrasnost, navodi Dilger (2000), predstavlja očito odstupanje od pravila apsolutnog prioriteta. Po njegovom shvatanju, ništa ne znači što ove pogreške čine sami poverioci nižeg senioriteta na svoju štetu, jer su oni prinuđeni da procenjuju i greše, za razliku od poverilaca višeg senioriteta. I sve dok moraju da procenjuju oni neće dobiti očekivanu vrednost onoga što im pripada, što je ozbiljan razlog za neslaganje sa ishodom raspodele pomoću opcija.

Najzad, treći prigovor se tiče likvidnosti. Da bi realizovali ponuđene opcije poverioci nižeg senioriteta i raniji vlasnici (izuzetak su samo poverioci najvišeg senioriteta) moraju da obezbede potrebna sredstva/gotovinu, odnosno da investiraju dodatni kapital. U meri u kojoj se suočavaju sa nelikvidnošću, odnosno ako to nisu u stanju, njihova mogućnost realizacije opcija otpada, što može da uzrokuje distorzije u raspodeli koju predviđa model opcija.

Međutim, Bebchuck (1998, 2000) u oceni značaja ovog problema ističe nekoliko momenata. Prvi, u slučajevima restrukturiranja firmi koje javno kotiraju sa velikom disperzijom vlasništva problem nije izražen. Sve dok je iznos koji investitori treba da obezbede mali u odnosu na njihovo bogatstvo, problem nije značajan. Drugi, mnogi učesnici neće imati potrebu da dodatno investiraju jer će njihova prava ili biti otkupljena ili će opcije prodati na tržištu. Treći, u krajnjem slučaju ako se problem likvidnosti ne može rešiti, učesniku preostaje mogućnost zaduživanja pri čemu kupljene interese može položiti kao obezbeđenje kredita.

Značaj svih ovih faktora Dilger (2000, 2006) interpretira na sasvim drugačiji način. Ocena da je za većinu vlasnika javnih preduzeća veličina potrebne investicije u

odnosu na ukupno bogatstvo zanemarljiva – je možda tačna. Međutim, to se ne odnosi na sve vlasnike jer među njima ima i onih koji imaju velika potraživanja prema nesolventnim firmama, čija naplata ugrožava njihovu solventnost. Tačna je i konstatacija da neki od učesnika ne moraju da obezbede dodatna sredstva za realizaciju svojih opcija. Ali to je samo manjina koju sačinjavaju učesnici sa višim senioritetom. Ostalim učesnicima potrebna su velika sredstva jer oni svoja prava mogu realizovati tek ako otplate sva potraživanja većeg senioriteta. Najzad, interesi u firmi u reorganizaciji kao zaloga imaju malu vrednost jer predstavljaju rizičnu investiciju i zbog toga se na osnovu njih ne može računati na velike kredite za finansiranje potrebne gotovine za realizaciju opcija.

Jedna od kritika ovog postupka jeste i da se sprovodi u ambijentu gde svi akteri skrivaju informacije za sebe. U tom pogledu, najvažniji akter je bivše rukovodstvo koje najbolje poznaje kako slabosti tako i mogućnosti dužnika. Ako je ono suzdržano u otkrivanju informacija, izgledi da se iskoriste svi potencijali dužnika su mali.

12.3. ACCORD šema

12.3.1. Sistemske finansijske krize

Nisu retke situacije da u sistemskim krizama firme dosegnu nivo zaduženosti koji nikad ne bi mogle da servisiraju u celosti. Takva zaduženost, naime, narušava podsticaje i kompetentnih rukovodstava da vode takve firme efikasno. Iz prostog razloga što bi svako povećanje vrednosti firme pripalo u celosti poveriocima i to bi bilo na njihovu štetu. Takav stepen zaduženosti često se dešava čak i firmama koje su generalno dobro vođene, i zbog toga u njima ima smisla zadržati postojeća rukovodstva; posebno ako su to ujedno i vlasnici preduzeća. U takvim okolnostima, preuzimanje kontrole nad ovim firmama od strane kreditora ili njihovo prepuštanje drugoj garnituri koju bi birali kreditori, najčešće nije moguće. Zbog toga što sistemske krize zahvataju najveći deo firmi pa na tržištu i nije moguće naći kompetentne rezervne rukovodeće timove.

U opisanim okolnostima jedino rešenje jeste smanjenje dugova ovih firmi do nivoa koji se može servisirati. Ali redukcija dugova u uobičajenoj interakciji između

takvih dužnika i njihovih poverilaca nije ni brz, a ni realan ishod. Ako pregovori oko otpisa dugova i počnu, oni vrlo brzo mogu da dobiju političku konotaciju. U sistemskim krizama, naime, zbog uobičajenih intervencija u bankarski sistem, države često postaju dominantan poverilac privatnih firmi; bilo da su direktni ili indirektni poverioci. Međutim, svaki mehanizam otpisa dugova u kojoj figuriše država otvara ne samo sumnje nego i realne mogućnosti za favoritizam. Drugim rečima, za ove firme konvencionalni stečajni postupci su previše spori. Uz to, odlaganje razduženja smanjuje njihovu vrednost, na štetu i poverilaca i poreskih obveznika.

Zbog svega rečenog, u opisanim okolnostima se kao alternativa sudskim postupcima nameću tržišna rešenja. Međutim, odgovarajuća tržišna rešenja poznata u literaturi su prevashodno koncipirana za razvijene zemlje. U uslovima sistemskih kriza, ona nisu adekvatna iz više razloga. Jedan od razloga je taj što sistemske kriza znaju da narušavaju tržišta kredita. Potencijalni učesnici aukcija zbog toga se suočavaju sa gotovinskim ograničenjima. Na aukcijama zbog toga može da se desi da učesnici koji nastupaju špekulantski pobeđuju kompetentnije, sa očiglednom implikacijom na efikasnost. Jedno od tržišnih rešenja za uslove sistemske krize je aukcija koju predviđa *ACCORD* šema koju su predložili Hausch i Ramachandran (1999).

U *ACCORD* šemi tržišni pristup je primeren situacijama kada se i kreditori suočavaju sa ograničenjima vezanim za gotovinu i kada nisu ni kompetentni ni spremni da preuzmu vođenje dužnika. Drugim rečima, odgovara za prilike kada ima dobrih razloga da raniji vlasnici i uprave i dalje kontrolišu firmu dužnika. *ACCORD* je šema kojom se aukcijama određuje redosled namirenja poverilaca smanjenjem dugova. Njen naziv određuju početna slova njenog naziva na engleskom (*Auction Based Creditor Ordering by Reducing Debt*). Poverioci u ovoj šemi ostaju poverioci i oni se svrstaju u red za namirenje iz raspoloživog toka gotovine dužnika. Pozicija u redu za namirenje se stiče na bezgotovinskoj aukciji na kojoj se nadmetanje obavlja spremnošću da se otpišu potraživanja. Poverioci koji ponude veće proporcionalno smanjenje potraživanja stiču prednost u redu za namirenje. Drugim rečima, oni koji otpišu najviše idu na čelo reda, dok oni koji su spremni da otpišu najmanje – ili čak ništa – idu na kraj reda; naravno u istoj klasi ili isplatnom redu. To znači da *ACCORD* šema zadržava postojeću hijerarhiju potraživanja, jer se nadmetanje vrši samo za poziciju u odgovarajućem segmentu reda.

Osnovni cilj šeme jeste da prevaziđe problem slepog putnika (*free rider problem*) koji se javlja u situacijama gde više poverilaca treba da otpiše dugove, i da se oni privole da otpišu potraživanja upravo toliko koliko je potrebno da se ponovo uspostave podsticaji dužnika da vode firmu efikasno. Šemom se poverioci postavljaju u red po kome će biti namireni iz raspoloživih operativnih tokova gotovine, umesto po ugovorenom obrascu. Tek kad se poverilac na vrhu reda namiri u celini, ostali poverioci mogu napredovati u redu za namirenje, pri čemu u sledećem namirenju opet će prednost imati onaj koji je na čelo reda. Vlasnici kao rezidualni poverioci/tražioci, nastavljaju da vode firmu preko izabranih rukovodstava kao njihovih agenata, ali kao poslednji u redu oni ne mogu da isplate dividende ili druga slična davanja dok se otpuštena i odložena potraživanja poverilaca ne servisiraju u celini.

Ekonomskom analizom Hausch i Ramachandran (1999) pokazuju da ravnoteža koja se postiže nadmetanjem može da rezultira brzim smanjenjem ukupnog duga, do nivoa koji se može servisirati. To sa svoje strane, podstiče upravu i ranije vlasnike (koji kontrolišu firmu dužnika) da posluju efikasno. U takvim okolnostima oni nemaju podsticaje da odugovlače rešenja, niti da donose, pre formalnog pokretanja stečaja, riskantne odluke kojima bi pokušali da spase firmu i svoje pozicije u njoj.

Na prvi pogled se možda čini da je predlog nepravedan prema poveriocima jer oni moraju da otpišu potraživanja, dok dužnik odlučuje o namirenju. Međutim, to nije tako jer su poverioci već kažnjeni; oni su već zajmili previše, a ne mogu preuzeti firmu i upravljati njome uspešno, kao što to čine rukovodstva kao agenti vlasnika. Šema ne može da ih oštećuje više nego što su već oštećeni, jer njena primena podrazumeva saglasnost poverilaca. Ako svi učesnici postupka treba da se saglase sa ovom šemom, ona će biti primenjena samo ako je na korist svih; to onda znači da aukcija smanjuje transakcione troškove i druge distorzije svojstvene multilateralnim pregovorima, a firma će bolje poslovati ako se oslobodi tereta dugova.

12.3.2. Osnovni elementi i implementacija

Ovaj postupak je konceptualno vrlo jednostavan i ne iziskuje komplikovano administriranje. Međutim, aukcija mora da bude dobro dizajnirana, sa detaljnim i vrlo preciznim postupcima, da bi se suzio prostor za koliziju učesnika i korupciju. Najbolji

način zaštite od korupcije jeste da se uloga nadzora podeli, tako da nijedna strana nije u poziciji da sama poseduje sve relevantne informacije. Pošto se *ACCORD* šema bira dobrovoljno, pravila nadmetanja se primenjuju nakon pripremnih koraka. Svaki poverilac, naime, može predložiti stečajnim sudovima primenu ove šeme nad pojedinim dužnicima. Sud potom šalje detalje firmi i daje rok da prihvati ovaj predlog, utvrdi listu poverilaca sa konkretnim iznosima potraživanja i predloži biznis plan. Pod pretnjom konvencionalnog stečaja, dužnik ima dobre razloge da prihvati *ACCORD* šemu jer ona obezbeđuje rukovodstvu i ranijim vlasnicima kontrolu nad firmom. Oni neće samo prihvatiti predlog nego će pokušati svim raspoloživim informacijama da ubede i većinu poverilaca da to učine. Aukcija se sprovodi kada većina poverilaca usvaja biznis plan.

Pravilima aukcije predviđeno je da se poverioci odriču svojih prava pokretanja stečaja u dužem roku, na primer, pet godina. U isto vreme, vlasnici se obavezuju da neće isplatiti dividende sve dok se odložene obaveze ne izmire, a sud ne oslobodi dužnika ostalih obaveza preuzetih *ACCORD* šemom. Ako posle petogodišnjeg perioda ostanu neizmirene obaveze, firma će biti automatski likvidirana; to takođe može da se vrši aukcijom na kojoj bi mogli da učestvuju poverioci, ali i sam dužnik. Automatska likvidacija i pripisivanje kamate na odložena potraživanja zaštićuje kreditore od situacije u kojoj bi dužnik akumulirao gotovinski višak za posebne namene, nauštrb namirenja poverilaca. U slučaju da se firma likvidira, deobna masa bi se podelila među poveriocima. Pored toga, šema predviđa i mogućnost da poverioci međusobno trguju potraživanjima po cenama koje sami odrede i koje mogu da odstupaju od implicitnih cena koje određuju otpusti na aukcijama.

Dužnici nad kojima se primenjuje *ACCORD* šema, iako namiruju samo prvog poverioca u redu za namirenje, mogu pribaviti dodatna sredstva prodajom imovine, emisijom novog trajnog kapitala ili zaduživanjem. Novi trajni kapital, po ovom predlogu, će imati isti status kao i stari. Međutim, novi krediti za razliku od njihove uloge u tradicionalnim postupcima neće imati prednost nad predstečajnim kreditima. Oni će biti (u redu) iza potraživanja koja su odložena i na njih će se obračunati kamata, ali se neće isplaćivati. Ovakav red prioriteta ne dozvoljava preskakanje u redu i smatra se pravednim s obzirom na to da su raniji poverioci već otpisali potraživanja ili su im ona odložena. Međutim, to čini novo kreditiranje neatraktivnim. Ali, pošto firma nema fiksiran plan otplate obaveza, ona može lakše finansirati svoje obaveze i nije prinuđena

na novo zaduživanje. Ako se pak šema čini nepodnošljivom, firma može da se oslobodi dugova – ako novi investitori (kreditori i vlasnici) obezbeđuju dovoljno sredstava da se svi odloženi dugovi namire.

12.3.3. Institucionalni aspekti

Uloga sudova u ovom postupku je zaista ograničena. Procedure nadmetanja su takve da čuvaju integritet sudova limitiranjem diskrecije sudija samo na sferu fakticiteta, a ne i na ocenu pravednosti ishoda. Kada poverioci jednom odobre plan i glasaju na aukciji, sudije mogu proveriti samo izrazite zloupotrebe. Nema preispitivanja pojedinih odluka – da li je neka linija opravdano prekinuta, da li firma drži previše neraspoređene gotovine i sl.

ACCORD šema svojim karakteristikama pokazuje se kao primerena i u situacijama kada su države iz različitih razloga postale značajni, ako ne i najznačajniji poverioci privatnih firmi. Međutim, ako vladini predstavnici u stečajnim reorganizacijama pregovaraju o restrukturiranju obaveza, proces je podložen političkim uticajima i/ili korupciji. Dobro pozicionirani dužnici mogu steći prednost, ako im se dug oprašta. Pored toga, optužbe za favoritizam ili sumnje u korupciju, čak i ako su bez osnova, upućuju državne predstavnike u takvim situacijama na nečinjenje. Aukcijama na kojima se privatni poverioci nadmeću u otpisu potraživanja, *ACCORD* šema objektivizira i poziciju države u ovom procesu. Naime, razumno je da i država otpiše svojih potraživanja koliko u proseku otpiše na aukcijama i privatni poverioci. Jednom rečju, *ACCORD* šema isključuje politički upliv iz procesa restrukturiranja preduzeća čiji je indirektni poverilac država, i time ovaj proces objektivizira.

ACCORD šema je stečajni postupak zasnovan na aukcijama kao tržišnim solucijama, ali on još nije nigde primenjen u praksi. Njegov značaj nije samo u tome što je konceptualno vrlo atraktivan, već i u tome što izoluje proces restrukturiranja prezaduženih preduzeća od upliva političkih konsideracija i korupcije u stečajni proces. Ova osobina je od izuzetnog značaja u nerazvijenim i zemljama u tranziciji, gde je izražen upliv politike u privrednu sferu i gde sudovi još uvek nisu obezbedili dovoljan stepen samostalnosti.

12.4. Ugovaranje stečaja

12.4.1. Opšte napomene

U stručnim debata o stečaju 1980-tih godina, dominantno shvatanje je bilo nesporna pretpostavka da treba imati stečajnu legislativu kakva postoji i da u njenim okvirima treba tragati za optimalnim rešenjima. U periodu 1990-tih godina, međutim, već se dovodi u sumnju potreba postojanja stečaja, a debata se usmerava na sasvim druge koncepte, poput „sveta bez dugova“ i „meni“ pristup stečaju.

Već duže vreme jedna radiklana ideja ima važno mesto u akademskoj raspravi o stečaju, a to je ideja privatizacije stečaja. Posredi je predlog koji bi omogućio firmama i njihovim kreditorima da određuju ne samo kamatne stope i obezbeđenja kredita, nego i stečajni režim koji će preovladati u slučaju da biznis dužnika propada.

Stečajni sistem – kakav postoji danas svugde u svetu – je obavezujući sistem. Dužnik u ozbiljnim problemima podnosi zahtev za pokretanjem stečaja sledeći definisana pravila stečajnom legislativom. Nakon podnošenja zahteva sudovi više ne izvršavaju predstečajne ugovorne obaveze i ne dozvoljavaju učesnicima stečajnog postupka da sami biraju pravila, odstupajući pri tome od pravila propisanih legislativom stečaja. Vodeći računa o efikasnosti, grupa vrlo uglednih pravnika i ekonomista predložila je različite šeme kojima bi firme mogle sa svojim kreditorima da ugovaraju *ex ante* stečajne režime, različite od onog obaveznog koji postoji svugde pod okriljem država. Warren i Westbrook (2005) ovu grupu stručnaka koji promovišu šeme dogovorenog stečaja (*bargained bankruptcy*) naziva kontraktualistima (*contractualists*). Ubrzo su stigle i kritike, a dve najdalekosežnije se odnose na to da su ove šeme neprimenljive i da se ne zasnivaju na faktima.

Ovi predlozi impliciraju da same firme mogu, u oblikovanju svojih ugovora o kreditu ili emisiji finansijskih instrumenta, da ugrađuju mehanizme ublažavanja problema kolektivne akcije, prilikom naplate potraživanja koji mogu nastati kasnije. Takođe, i da specificiraju postupak po kome bi potraživnja mogla da se naplate u kolektivnom postupku.

Do danas rasprava oko toga da li su strane sposobne da ugovaraju stečajni režim je vođena pretežno u teorijskim okvirima. Korišćen je pristup u kome se pretpostavlja

efikasnost koja proizilazi iz autonomije strana, i nadalje se sugerije da različiti postupci rešavanja finansijskog kolapsa dužnika omogućavaju involviranim stranama da kroje stečajni režim prema vlastitim potrebama. Pretpostavljene koristi ugovornih stečajnih režima proizilaze otud što strane ako biraju pravila za slučaj kada dužnik obustavlja plaćanje, mogu prilagoditi svoje ponašanje i cene unapređujući pri tome efikasnost. U suštini, kreditori bi mogli da smanje cene kredita kada bi im bili dostupni modaliteti namirenja, koji im više odgovaraju od zvaničnih stečajnih pravila koja su ista za sve. Ako svi kreditori mogu da se prilagode perfektno na različite nivoe rizika, strane mogu koncipirati stečajni režim koji najbolje izražava njihove preferencije i alokaciju rizika.

Međutim, ako ima poverilaca koji nisu za pregovaračkim stolom i koji zbog toga ne mogu da prilagode svoje ponašanje, efikasnost dobijena mnoštvom stečajnih režima brzo bi se narušila neefikasnošću koja nastaje prevaljivanjem rizika na aktere koji se ne mogu prilagoditi na novi rizik. U stečaju, pored kreditora koji ugovorima o kreditima mogu predvideti i prilagoditi se rizicima, postoji i mnoštvo učesnika koji niti mogu da predvide rizike niti mogu da im se prilagode. Obično se ova klasa poverilaca u literaturi zove „loše prilagođeni“ (*mal-adjusted*) poverioci. Oni nisu u prilici da biraju optimalni stečajni režim i zbog toga akteri koji poseduju tu mogućnost, prirodno prevaljuju rizik na njih.

Warren i Westbrook (2005) ovu klasu poverioca klasifikuje kao: nevoljne, kvazi-nevoljne, nesofisticirane i poverioce sa malim potraživanjima. Tipični nevoljni poverioci su podnosioci odštetnih zahteva, koji nadoknadu za štetu nisu ni mogli da ugovaraju. Kvazi-nevoljni poverioci su poreski organi i mnoge komunalne i javne službe koje ne mogu prilagoditi svoje cene rizicima insolventnosti, zbog zakonskih ograničenja; radnici se takođe svrstavaju u ovu klasu. Nesofisticirani poverioci su oni koji mogu ugovarati, čak i velike iznose, ali nisu sposobni da procene rizike stečaja niti različita rešenja koja se nude u privatnim stečajnim režimima. I, najzad, poverioci sa malim potraživanjima su oni koji nalaze da je suma koju potražuju mala i ne zavređuje troškove sticanja informacija i pregovaranja potrebnih za prilagođavanje.

Kritičari su odgovorili da efikasnost treba dokazati, a ne pretpostaviti, i da kolektivna priroda stečaja koji pogađa brojne poverioce sa potraživanjima koja su nastala u različitim periodima, iziskuje pravilo obaveznosti da bi se zaštitili interesi svih. Najsveobuhvatniji predlozi koji su uputili Rasmussen (1992) i Schwartz (1997),

sugerišu da bi firme trebale da specificiraju do detalja kolektivne mehanizme za slučaj insolventnosti kojih bi trebalo da se drže njihovi poverioci ako ona nastupi.

U oblasti literature o ugovaranju stečaja predloženo je nekoliko režima – „automatski stečaj“, „meni model“ i „*evergreen* režim“.

12.4.2. Automatski stečaj

Adler (1993b) i Bradley i Rosenzweig (1992) predložili su mogućnost firme da emituje nove finansijske instrumente koji automatski brišu potraživanja nižeg prioriteta, ako firma obustavlja plaćanja po dospelim obavezama i istovremeno ih automatski pretvara u vlasnički kapital. Adler (1993, 1997) je ovu ideju najviše razvio.

On je izneo ideju da firma, u principu, može zameniti dug preferencijalnim kapitalom. Ova supstitucija stvara ono što on naziva firmom sa „kameleonskim trajnim kapitalom“ („*chameleon equity*" firm). Firma sa „kameleonskim trajnim kapitalom“ se razlikuje od tradicionalne firme po tome umesto duga ima preferencijalni kapital. Razlika je u tome što može da koristi mnogo tranši potraživanja/obaveza u hijerarhijskoj strukturi kapitala. A firma bez duga se razlikuje od tradicionalne firme samo po tome što njeni investitori ne mogu preduzeti individualne akcije prinudne naplate.

Takva firma zadržava koristi od fiksnih obaveza, uz izbegavanje negativnih konsekvenci koordinacionih problema sa kojima se suočavaju njeni kreditori, a koji mogu dovesti do razgradnje integriteta njene imovine u slučaju obustave plaćanja. To je moguće jer ukidanje duga i njegova zamena preferencijalnim kapitalom ukida individualne aktivnosti prinudne naplate. U najjednostavnijoj firmi sa „kameleonskim kapitalom“ ako insolventnost (definisana kao vrednost imovine manja od vrednosti obaveza) dovodi do obustave plaćanja, prestanak plaćanja bi eliminisao raniju klasu običnog kapitala i transformisao klasu fiksnih obaveza sa najmanjim prioritetom u običan vlasnički kapital. Svaka preostala klasa preferencijalnog trajnog kapitala bi preživela bez promena. To omogućava da u svakom trenutku menadžment može da predstavi trenutnu klasu običnog kapitala. Tako, kreditori postaju klasa vlasnika i automatski im pripadaju instrumenti vredni koliko *going concern* vrednost cele firme. Sud nije potreban da obezbedi kolektivni mehanizam naplate pošto ne postoje individualne aktivnosti prinudne naplate.

U firmi sa kompleksnijom strukturom kapitala, što znači sa više vrsta fiksnih obaveza različitog prioriteta, sud ne bi trebalo da štiti obaveze koje uživaju najviši prioritet. One zadržavaju svoj senioritet jer preživljaju kao fiksna potraživanja. To omogućava firmi da bira razučenu hijerarhiju dugova visokog prioriteta koji će firmu zauvek održati solventnom, uz značajan iznos fiksnih obaveza. U krajnoj instanci, svaki kreditor će uživati prioritet potraživanja koji je ugovorio. I u takvoj firmi su moguća pitanja obustave plaćanja i insolventnosti, kao što postoje u tradicionalnim firmama, ali u njima ne bi postojali troškovi restrukturiranja u slučaju insolventnosti. Prelazak na status firme sa „kameleonskim trajnim kapitalom“ po Adleru ne implicira velike troškove; štaviše on procenjuje da bi oni bili trivijalni.

Finansijski instrumenti su oblikovani tako da se sve pomenuto može dogoditi automatski, bez uplitanja suda. Alder predlaže i mnoštvo alternativnih aranžmana prioriteta, s rešenjima, ali ističe i mnoštvo problema koje otvaraju detalji ovog predloga. Predlog je zamišljen kao širok i otvoren za sva rešenja koja su prihvatljiva za ugovorne strane. Međutim, teško je sprovodiv pošto iziskuje brojne promene u više oblasti prava, kao i zbog toga što ugrožava interese raznih grupa, uprkos njegovoj većoj efikasnosti.

Po shvatanju Adlera, potreba za stečajnom reorganizacijom nestaje čim se ukinu individualna prava naplate kredita iz imovine firme. On se poziva na standardno opravdanje stečaja, a to je problem kolektivne akcije koji postoji u mehanizmu prinudne naplate. Problem kolektivne akcije, po sebi, direktno proizilazi iz individualnih prava poverilaca da razgrade dužnika ako obustavi plaćanje. I nadalje, Adler sugerise da sa ukidanjem uzroka problema kolektivne akcije, prestaje i potreba za skupim i zasebnim mehanizmom rešavanja tog problema.

Adler je svoj predlog zasnivao na ideji da se dug može eliminisati, a sa njim i pravo poverilaca da prinudno naplate i da u toj individualnoj naplati razgrade firme koje imaju perspektivu. To se može postići zamenom duga preferencijalnim kapitalom. Preciznije, emisijom preferencijalnih akcija umesto dugova. Vlasnici ovog kapitala imaju potraživanja sa fiksnim prinosima, ali gube pravo na prinudnu naplatu potraživanja čime se izbegava i problem kolektivne akcije u naplati. Supstituciju duga preferencijalnim kapitalom Adler je upravo nazvao „kameleonskim trajnim kapitalom“. Suština „kameleonskog trajnog kapitala“ je, dakle, u ukidanju individualnih prava naplate na imovini dužnika. Takva firma zadržava koristi od fiksnih obaveza prema

preferencijalnom kapitalu, ali je lišena negativnih posledica nekoordinisanog delovanja kreditora u naplati koja može da bude destruktivna.

U ovom predlogu nema potrebe za intervencijom suda – u obezbeđenju mehanizma kolektivnog namirenja – iz prostog razloga što nema individualne naplate. Sve je regulisano mehanizmom koji predstavlja svojevrsan ugovor, jer se ugrađuje u akt o osnivanju preduzeća. Takav ugovor *de facto* uvodi jedan automatski mehanizam za slučaj insolventnosti koji isključuje cenkanje aktera. Iz ove perspektive konvencionalni stečaj postaje nepotreban. Da bi postala firma sa „kameleonskim trajnim kapitalom“, ona mora da snosi troškove uspostavljanja takve strukture kapitala. Treba imati u vidu da na duži rok to nisu veliki troškovi sem trivijalnih dodatnih troškova specifičnog akta o osnivanju i za specijalne klauzule u emisijama preferencijalnog kapitala.

Adler (1993, 1995) je svestan da napuštanje konvencionalnog stečaja i izbor „kameleonske strukture kapitala“ od strane preduzeća nije ni blizu ni lako ostvarivo. On navodi niz prepreka „kameleonskoj strukturi kapitala“. One se nalaze u poreskom, odštetnom (*tort*), ugovornom i privrednom pravu. Adler je elaborirao i jedno objašnjenje ovih prepreka iz perspektive javnog izbora. To znači da postoje interesi koji se zaštićuju kroz javni izbor zakona. Uprkos tome, Adler veruje da je svet bez duga i stečaja moguć, i da je ugovorno rešenje problema kolektivne akcije u stečaju efikasnije rešenje.

12.4.3. „Meni“ pristup stečaju

„Meni“ rešenje je predložio Rasmussen (1992). Nazvano je tako jer firma može da bira stečajna pravila koja najviše odgovaraju njoj i njenim kreditorima. Kreditore stoga suočavaju sa „menijem“ ponuda. Izbor ovih pravila vrši se prilikom osnivanja firme i objavljuje se u aktu o osnivanju. „Meni“ pristup koji je predložio Rasmussen (1992) omogućava svakoj individualnoj firmi posle i korporacije da bira vlastiti režim. Ključni argument jeste da su različitim firmama potrebni različiti stečajni režimi, i saglasno tome stečajna pravila treba koncipirati prema specifičnostima pojedinačnih firmi.

Ovaj izbor stečajnog režima je – uz retke izuzetke – nepromenljiv bez saglasnosti svih kreditora. Tako, svaki kreditor zna, kad odobrava kredit, stečajni režim kojim će rešiti svoj odnos sa dužnikom; i odobrava kredit imajući u vidu upravo taj režim. Prilikom formiranja svog režima firma bira u kojoj meri je spremna da razmeni buduću zaštitu u stečaju za niže kamatne stope na kredite, tragajući za najvećom efikasnošću.

Rasmussen (1992) ističe dodatni argument u prilog svog predloga. „Meni“ pristup stvara pogodne uslove da se isprave pervertirani investicioni podsticaji inherentni svakom konvencionalnom stečajnom sistemu. To su tzv. podsticaji preteranog i nedovoljnog investiranja (*over-investment & under-investment*) o kojima je već bilo reči. Nijedan konvencionalan stečajni sistem ne stvara optimalan sistem podsticaja za sve firme. I upravo zbog toga, firmama treba dozvoliti da same biraju vlastite stečajne režime.

Rasmussen je svestan da nevoljni poverioci u ovom predlogu zahtevaju posebnu zaštitu jer sebe ne mogu zaštititi ugovorima; zbog toga, mogu da uživaju zaštitu obaveznih pravila. U odsustvu takve zaštite u ovom sistemu voljni kreditori mogu da prevaljuju troškove nesolventnosti na nevoljne kreditore, čija bi prava bila ugrožena .

12.4.4. "Evergreen" model

Sasvim različito rešenje je predložio Schwartz (1997,1998) i nazvano je tako jer se stalno prilagođava, što je svojstvo koje ga čini potencijalno uvek živim, aktuelnim. Zbog toga se opisuje kao *evergreen*. Schwartz svoju analizu bazira na premisi da jedini cilj stečajnog zakonodavstva treba da bude smanjenje troškova kapitala, što se najbolje ostvaruje maksimizacijom namirenja kreditora u stečajevima. Po njemu obavezni stečajni sistem povećava firmama trošak kapitala iznad nivoa koji bi se formirao kada bi firme i njihovi kreditori sami ugovorili stečajni režim. Ako bi se zakonske zabrane ugovaranja ukinule, strane bi sklopile stečajne ugovore koji bi omogućili dužnicima da biraju režim koji je optimalan za njih i njihove kreditore, ako bi došlo do nesolventnosti, što bi smanjilo trošak kapitala.

Schwartz je identifikovao jedan vrlo važan problem u „meni“ pristupu stečaju. On je uvideo da se tokom vremena menjaju okolnosti u kojima se nalazi dužnik i da

najefikasniji izbor stečajnog režima iz perioda osnivanja ne mora da bude i najefikasniji režim u kasnijim fazama razvoja. Predlog Rasmunssena implicira saglasnost svih kreditora za bilo koju promenu, što ga čini skupim i nezgrapnim. Schwartz je predložio kontinuirano prilagođavanje stečajnog režima tako da uvek odražava nove okolnosti. U njegovom predlogu svaki novi kreditor pregovara stečajni režim sa dužnikom. Ako je novi režim različit od inicijalnog, prvi kreditor automatski prelazi na novi režim kreditora.

Kao glavnu prepreku izboru efikasnih rešenja u stečaju – recimo, izbor reorganizacija umesto likvidacije – Schwartz vidi privatnu korist koja rukovodstva u preduzećima u stečaju prisvajaju izborom pogrešnih rešenja. I ta privatna korist ih motiviše na pogrešna rešenja, a na štetu poverilaca. Zato je Schwarz predložio da se onima – koji drže kontrolu nad firmom, isplati određena naknada kao deo stečajnih ugovora da bi se njihovo ponašanje uskladilo sa interesima kreditora i stejkeholdera. LoPucki, jedan od njegovih kritičara, ovu naknadu karakteriše kao mito (*bribe*).

12.4.5. Empirijska provera predloga

Izloženi predlozi su vrlo različiti. Warren i Westbrook (2005) nalaze da imaju i zajednička obeležja. Prvo, u svakom se pretpostavlja da je stečajni režim dogovoren na tržištu efikasniji od konvencionalnog koji obezbeđuje država. Efikasnost obezbeđuju individualni dogovori na tržištu. To se nadalje ne dokazuje. Drugo, predlozi ne sadrže detalje kako se mogu primeniti u praksi i tako ostavljaju dva otvorena pitanja. Da li su ovi predlozi redistributivni, što implicira da sami generišu neefikasnost. I da li ovi predlozi generišu transakcione troškove, koji su, takođe, izvor neefikasnosti. Ove šeme su redistributivne, a stvaraju i transakcione troškove. I u tom kontekstu se postavlja novo pitanje: da li je unapređena efikasnost koja prizilazi iz pregovora na tržištu dovoljna da kompenzira neefikasnost stvorenu redistributivnošću i transakcionim troškovima privatnih stečajnih režima.

Da bi dokazali koristi od dogovorenih stečajnih režima kontrakcionalisti pretpostavljaju da oni ne impliciraju efekte preraspodele, a to znači da pretpostavljaju da će u novim režimima svi akteri biti u prilici da prilagode svoje ugovore (cene i druge uslove), tako da odražavaju uslove novog režima. Ali ako mnogi poverioci nisu u prilici da se prilagode, teza o efikasnosti privatnih režima se suočava sa problemom. Zapravo, ne mogu se više pretpostaviti koristi, a da se ignorišu gubici.

Međutim, i pod pretpostavkom da se svi poverioci mogu prilagoditi, ugovorni pristup generiše dodatne transakcione troškove u vidu troškova pribavljanja informacija vezanih za sklapanje ugovora ili za prilagođavanje cena i drugih uslova novom režimu, koji ne bi postojali u konvencionalnom stečaju. U ugovornom pristupu se implicitno pretpostavlja da su koristi od privatnog dogovaranja stečaja veći od troškova njihovog pregovaranja. Ali transakcioni troškovi u takvim pregovorima – koji uključuju mnogo strana – mogu biti veliki. U meri u kojoj će takvi ugovori biti standardizovani – da smanje ove troškove – oni će izazivati i više parnica kasnije. Prema tome, i veliki broj poverilaca otvara problem, zbog većih transakcionih troškova.

To je osnova na kojoj Warren i Westbrook (2005) grade empirijsku analizu efikasnosti ovih režima. Više slabo prilagodljivih poverilaca implicira veću preraspodelu i manju krajnju efikasnost. Veći broj poverilaca implicira veće transakcione troškove i, takođe, smanjuje efikasnost. Warren i Westbrook traže odgovore na pitanje stepena redistributivnosti privatnih stečajnih režima i veličine transakcionih troškova na osnovu podataka o potraživanjima i poveriocima. To je omogućila velika baza podataka o stečajevima, kojom raspoložu, a u kojoj su vrlo razučeni podaci o prirodi potraživanja.

Empirijsko istraživanje pokazuje da li su specifične hipoteze saglasne faktima. Warren i Westbrook (2005) su testirali tri hipoteze implicitno sadržane u ugovornim režimima. Prva hipoteza: ugovorni režimi imaju mali ili nikakav redistributivni efekat zbog toga što samo mali broj poverilaca nije u prilici da se prilagodi promenama rizika koji se njima nameće ugovorima drugih. Druga hipoteza: ugovorni stečajni režim ima mali ili nikakav efekat preraspodele jer velika većina kreditora ima dovoljno velika potraživanja koja opravdavaju troškove prilagođavanja promenama rizika uslovljene ovim režimima. Treća hipoteza: ugovorni režimi nameću male transakcione troškove jer u svakom slučaju ima malo poverilaca. Međutim, podaci govore sasvim suprotno.

Empirijska analiza na bazi autentičnih podataka u strukturi potraživanja je pokazala da su efekti preraspodele visoki jer ima mnogo poverilaca koji nisu u prilici da se prilagode novim rizicima, a i onih sa tako malim potraživanjima da im se ne isplati prilagođavanje. Najzad, u svakom slučaju, postoji veliki broj poverilaca pa su i transakcioni troškovi pregovaranja takvih režima veliki. Prema tome, veliki efekti preraspodele i transakcioni troškovi doprinose neefikasnosti i time se smanjuju dobiti na efikasnosti koje bi obezbedilo individualno ugovaranje stečajnih režima na tržišnim osnovama.

IV DEO: EMPIRIJSKA ANALIZA EFIKASNOSTI STEČAJNOG PROCESA U SRBIJI SA UPOREDNIM OSVRTOM

13. EMPIRIJSKA ANALIZA EFIKASNOSTI BANKROTSTVA U SRBIJI

13.1. Kratak pregled reformi stečajne legislative u Srbiji

13.1.1. Zakon o stečajnom postupku iz 2004. godine

Reforma stečajnog zakonodavstva u Srbiji započela je donošenjem Zakona o stečajnom postupku ("Službeni glasnik RS", broj 84/04 od 24. jula 2004. godine), koji je počeo da se primenjuje od 2.2.2005. godine. Njime je zamenjen Zakon o prinudnom poravnanju, stečaju i likvidaciji ("Sl.list SFRJ", br. 84/89 i "Sl. list SRJ", br. 37/93 i 28/96) koji je regulisao stečajni postupak bitno drugačije. Slijepčević i Spasić (2006) daju sveobuhvatan prikaz promena u odnosu na raniju legislativu.

Najvažnija promena u odnosu na raniji režim jeste zaokret u orijentaciji: usredsređenost na interese poverilaca u odnosu na raniju orijentaciju na interese dužnika. Novim rešenjima poveriocima je omogućen veći uticaj na tok stečajnog postupka. Zaštićeni su i interesi dužnika, prevashodno mogućnošću reorganizacije. Ona je dužnicima omogućila ozdravljenje i nastavak poslovanja, a njihovim poveriocima veći stepen namirenja nego u slučaju gašenja firme. Ranija likvidacija je samo zamenjena novim terminom bankrotstvo. Zakonom su uvedena i mnogo jasnija pravila identifikacije/popisa/ i zaštite imovine dužnika, raspodele sredstava od unovčene imovine i utvrđivanja potraživanja. Značajno je povećana i nadležnost stečajnih upravnika, ali i odgovornost, kao i nagrada za njihov rad. Saobrazno promenama koncipiran je i odgovarajući institucionalni okvir. Uvedena je Agencija za licenciranje stečajnih upravnika ALSU, čiji naziv ne govori o svim njenim funkcijama. Predviđeno je da ona vrši kontrolu zakonitosti rada upravnika, a samim tim i celokupnog stečajnog procesa.

Radulović (2010) ističe da su mnoge promene uvedene ovim zakonom imale pozitivne efekte koji se mogu ilustrovati znatno boljim pokazateljima kvaliteta stečajnog postupka – skraćenim trajanjem postupka, nižim direktnim troškovima stečajnog postupka i višim stepenom namirenja. U praksi, međutim, zakon je ispoljio niz slabosti,

među kojima je jedan fenomen pobudio najveću pažnju stručne javnosti. Reč je o malom broju pokrenutih stečajeva, uprkos velikoj nelikvidnosti preduzeća i obustavama plaćanja koje su trajale i više godina.

Stečajni razlozi u Zakonu o stečajnom postupku nisu bili definisani prestrogo: potrebni razlozi su bili potpuna obustava plaćanja u periodu od 30 dana ili neplaćanje dospelih obaveza u roku dužem od 45 dana. Pored toga, dužnicima je bilo omogućeno da pokrenu stečaj i ako su mogli da dokažu da svoje obaveze neće moći da izvrše po njihovom dospeću. Međutim, uprkos tome, zahteva za pokretanje stečaja je bilo izrazito malo: i od strane dužnika i od strane poverilaca. Pri tome, ogroman broj firmi je bio nelikvidan i sa računima u blokadi više godina.

Poverioci su imali svoje razloge zašto nisu pokrenuli postupke: mala vrednost imovine dužnika; visok iznos predujma za troškove postupka koji su zahtevali sudovi; velika neizvesnost vraćanja predujma. Dužnici su imali svoje razloge: izvršni postupak nije bio delotvoran, pa nisu morali da se stečajem brane od prinudnog izvršenja; nije postojala ni odgovornost direktora za neblagovremeno pokretanje stečaja; izgledi za brzo razrešenje prezaduženosti nisu postojali, pa dužnici nisu ni preduzimali blagovremene akcije.

13.1.2. Zakon o stečaju iz 2009. godine

Manjkavost legislative uočena u praksi bila je povod za nove promene koje su se desile još 2009. godine. Novi Zakon o stečaju (Sl. gl. RS 104/09) trebalo je upravo da uvede adekvatne podsticaje za blagovremeno pokretanje stečaja. Zakon je usvojen u Parlamentu 11. 12. 2009. godine, stupio na snagu 24.12. 2009. godine, počeo da se primenjuje 23. januara 2010. godine, izuzev nekih odredbi čiji je početak primene dodatno odložen. Deo koji se odnosio na postupak u slučaju dugotrajne nesposobnosti za plaćanje (čl. 150. do 154.), počeo je da se primenjuje 24. marta 2010. godine. Među institutima koji su trebali da podstaknu blagovremeno pokretanje stečaja bili su: poseban postupak za slučaj dugotrajne nesposobnosti plaćanja ili automatski stečaj; i unapred pripremljeni plan reorganizacije.

Najkrupnija novina uvedena novom legislativom jeste automatski stečaj. Ona je podrazumevala otvaranje prethodnog postupka za ispitivanje interesa za vođenje

postupka po sili zakona, ako je odeljenje NBS za prinudnu naplatu konstatovalo obustavu plaćanja u dužim rokovima. Ako je interes iskazan, otvoren je stečaj, a ako nije – postupak je otvoren i zaključen u isto vreme; eventualna imovina dužnika je pripala državi.

Automatski stečaj ili stečaj za slučaj dugoročne nesposobnosti plaćanja je bio usmeren na preduzeća čiji su računi bili blokirani više godina. U ovim preduzećima interes za pokretanje stečaja nisu iskazali ni dužnici, a ni poverioci. To su uglavnom bila preduzeća koja su obustavila plaćanje zbog nedostatka prihoda. Odredbe automatskog stečaja su uspostavile mehanizam koji je trebalo da ugasi neaktivna preduzeća bez prihoda i imovine (otvaranjem i gašenjem postupka zbog odsustva interesa za pokretanjem stečaja), a koji je u isto vreme trebalo da dovede do pokretanja stečaja u preduzećima koja su raspolagala imovinom. Automatski stečaj je pokrenut gradualno: najpre u preduzećima koja su obustavila plaćanje duže od tri godine, a kasnije duže od dve, pa jedne godine. Ustavni sud je navedene odredbe proglasio neustavnim 12. 7. 2012. godine.

U stečajno zakonodavstvo Srbije donošenjem Zakona o stečaju 2009. godine uveden je i poseban postupak reorganizacije u skladu sa unapred pripremljenim planom reorganizacije. Omogućeno je, naime, podnošenje unapred pripremljenog plana reorganizacije (UPPR) istovremeno sa predlogom za pokretanje stečaja, od strane dužnika koji je insolventan ili kojem pretila insolventnost. Time je dopunjen standardni postupak reorganizacije koji implicira podnošenje plana od ovlašćenih lica u predviđenom roku (90 dana) od otvaranja stečaja na dužniku koji je insolventan. Drugim rečima, u cilju podsticanja dužnika da blagovremeno signalizira i otpočne rešenje problema prezaduženosti uvedena je mogućnost brze reorganizacije posredstvom unapred pripremljenih planova reorganizacije. Ideja je bila da se dužnici podstaknu na rano suočavanje sa finansijskim nevoljama, da bi se izbegao prekid saradnje sa dobavljačima koji implicira, po pravilu, blokadu računa i stečaj. UPPR je uveden po ugledu na *prepack* postupak u SAD i trebalo je da omogući brzo restrukturiranje dugova i izlazak iz stečaja. Mehanizam je primeren većim privrednim društvima sa nekoliko krupnih poverilaca. Iako sam formalni postupak pred sudovima traje relativno kratko, pripreme za podnošenje UPPR-a i sami pregovori oko usvajanja plana nisu ni jednostavni ni kratki.

Vremenom unapred pripremljeni planovi su dobili sve veći značaj, i postali glavni način razrešavanja finansijskih poteškoća, pre svega, velikih privrednih društava. Radulović (2013) ocenjuje da se UPPR ispoljio kao brz postupak koji dužnicima omogućava finansijsko restrukturiranje uz niske troškove. Uspešnu primenu UPPR u Srbiji Radulović (2013) objašnjava time što postupak sadrži potrebnu kombinaciju podsticaja koja ga čini atraktivnim. UPPR zapravo implicira ličnu upravu jer se uloga stečajnog upravnika *de facto* svodi na proveru tačnosti podataka u planovima. UPPR implicira i moratorijum u vidu zabrane izvršenja. I najzad, UPPR omogućava nametanje odredbi plana i nesaglasnim poveriocima. Ako UPPR kao hibridni postupak ne sadrži neko od navedenih podsticaja, značajno gubi na atraktivnosti.

13.1.3. Sporazumno finansijsko restrukturiranje

U dugom periodu u Srbiji je nedostajao mehanizam poravnanja uređen zakonskim okvirima. Ta praznina je otklonjena 2011. godine donošenjem *Zakona o sporazumnom finansijskom restrukturiranju privrednih subjekata* („Sl. gl. RS”, 36/11). On predstavlja legalni okvir za dobrovoljno finansijsko restrukturiranje dugova na tržišnim principima. Jedan od povoda njegovog donošenja bio je rastući trend problematičnih kredita koje su banke odobrile privredi.

Zakon definiše osnovne kategorije na kojima se zasniva. *Finansijsko restrukturiranje* podrazumeva ponovno uređivanje dužničko-poverilačkih odnosa između privrednog društva, odnosno preduzetnika u finansijskim teškoćama, kao dužnika i poverilaca. *Finansijske teškoće* jesu nesposobnost plaćanja (nelikvidnost), preteća nesposobnosti plaćanja (preteća nelikvidnost) ili prezaduženost. *Mirovanje dugova* jeste privremena obustava ispunjenja obaveza i zabrana pokretanja izvršenja, odnosno odlaganje izvršenja prema privrednom društvu, odnosno preduzetniku u pogledu poverilaca koji učestvuju u finansijskom restrukturiranju.

Osnovni cilj sporazumnog restrukturiranja dugova privrednih društava jeste prepoznavanje finansijskih nevolja na vreme i njihovo razrešenje kao preduslov ozdravljenja i nastavka poslovanja. Sporazumno finansijsko restrukturiranje je dobrovoljni, vansudski model restrukturiranja dugova preduzeća redefinisanjem dužničko-poverilačkih odnosa sa njegovim poveriocima – prvenstveno sa bankama i sa

drugim poveriocima poput krupnih dobavljača. Model je zasnovan na najboljim međunarodnim iskustvima – „Principima Međunarodnog udruženja stručnjaka za restrukturiranje, insolventnost i stečaj (INSOL) o korporativnom finansijskom restrukturiranju“. Kao institucionalnog medijatora u pregovorima model predviđa Privrednu komoru Srbije.

Finansijsko restrukturiranje sprovodi se dobrovoljno uz saglasnost dužnika i poverilaca, a u pregovorima učestvuje i institucionalni posrednik, pod uslovom da je moguće ozdravljenje i oporavak dužnika i održiv nastavak njegovog poslovanja. Finalni rezultat procesa jeste ugovor o finansijskom restrukturiranju koji se zaključuje u pisanoj formi i može da sadrži: izmene rokova dospelosti i kamata na postojeće dugove i njihovo vraćanje u ratama; unovčenje ili prenos imovine radi otplate dugova; otpust duga; davanje dodatnih obezbeđenja od strane dužnika ili trećih lica; konverzija potraživanja u kapital i sl.

Uporedo sa reformama stečajne legislative u Srbiji, uređeni su i mehanizmi likvidacije, a izvršena je i reforma izvršnog postupka. Tako je formiran zaokružen pravni okvir potreban ili za restrukturiranje dužnika ili za njihov efikasan izlazak sa tržišta.

13.1.4. Legalni okviri bankrotstva i standardi za upravljanje stečajnom masom

Praćenje empirijske analize iziskuje detaljniji prikaz bazičnih zakonskih okvira vezanih za bankrotstvo. Pre svega, načina unovčenja imovine i raspodele ostvarenih priliva poveriocima. Pošto je najveći deo postupaka koji ulaze u uzorak pokrenut i vođen na osnovu Zakona o stečaju (ZS), u nastavku se prikazuju rešenja vezana za bankrotstvo sadržana u njemu. Ona se suštinski ne razlikuju od rešenja iz ranijeg Zakona o stečajnom postupku (ZSP), niti su suštinski promenjena Zakonom o izmenama i dopunama Zakona o stečaju (Sl. gl. RS 83/2014).

U ZS bankrotstvo je definisano kao namirenje poverilaca prodajom celokupne imovine dužnika, odnosno stečajnog dužnika kao pravnog lica. Jasna su dva ključna elementa bankrotstva: prodaja ili unovčenje imovine dužnika i namirenje poverilaca iz ostvarenih sredstava prodajom. Zakon je predvideo da stečajni upravnik započinje postupak unovčenja imovine neposredno posle odluke sudije o bankrotstvu. Ona se, pak, donosila ako su na prvom poverilačkom ročištu za nastavak stečaja bankrotstvom

glasali poverioci čija su potraživanja učestvovala ukupnim potraživanjima sa preko 70%, ako u predviđenom roku nije podnet nijedan plan reorganizacije ili ako predloženi plan nije usvojen.

Zakon je predvideo da se prodaja može vršiti metodom javnog nadmetanja, javnim prikupljanjem ponuda i neposrednom pogodbom. Način na koji stečajni upravnik bira najpovoljniji metod prodaje utvrđen je posebnim podzakonskim aktom – standardom, o čemu će biti reči. Druga važna odluka vezana za unovčenje imovine tiče se objekta prodaje. Zakon je predvideo dve mogućnosti: prodaju dužnika kao pravnog lica i prodaju njegovih delova koji predstavljaju funkcionalne celine ili pojedinačnih nepokretnih i pokretnih stvari.

Zakon o stečaju je predvideo da se priznata potraživanja stečajnih poverilaca namiruju iz stečajne mase. Međutim, prethodno je trebalo da se namiruju potraživanja razlučnih poverilaca, i to iz priliva od imovine koja je bila predmet obezbeđenja. Ako su ta sredstva pokrivala pun iznos potraživanja, preostali višak je ulazio u deobnu masu. Ako nije, razlučni poverioci za nedostajući iznos mogli su da se namire kao stečajni poverioci. U slučaju kada je dužnik prodat kao pravno lice, međutim, ovo pravilo nije tako jednostavno; naročito, kada se razlučni poverioci nisu namirili u celini. Iz prostog razloga što cena predmeta obezbeđenja nije eksplicitno utvrđena na tržištu. U transakciji je utvrđena samo cena pravnog lica – sve imovine, prava i potraživanja, ali bez obaveza. Zbog toga je zakonom bilo propisano da se pre prodaje dužnika kao pravnog lica proceni vrednost imovine koja je služila kao obezbeđenje i njeno učešće u ukupnoj vrednosti pravnog lica. Nakon prodaje, na osnovu tog učešća je određen deo za namirenje razlučnih poverilaca.

Zakon je predvideo da se iz stečajne mase prioriteto namiruju troškovi stečajnog postupka, a po njihovom punom namirenju obaveze stečajne mase. Zakon je, takođe, diferencirao stečajne poverioce po prioritetu potraživanja. Utvrđena su bila tri isplatna reda.

U prvi isplatni red su ulazile neisplaćene neto zarade zaposlenih i bivših zaposlenih, u iznosu minimalnih zarada za poslednjih godinu dana pre otvaranja stečajnog postupka i neplaćeni doprinosi za penzijsko i invalidsko osiguranje zaposlenih za poslednje dve godine pre otvaranja stečajnog postupka, a čiju osnovicu za obračun čini najniža mesečna osnovica doprinosa. Drugi isplatni red je obuhvatao potraživanja

po osnovu svih javnih prihoda koji su dospeli za poslednja tri meseca pre pokretanja stečajnog postupka, sem doprinosa za penziona i invalidsko osiguranje zaposlenih. Najzad, treći isplatni red je obuhvatio potraživanja ostalih (neprioritetnih) stečajnih poverilaca.

Posebno mesto u stečajnom režimu u Srbiji ima Pravilnik o utvrđivanju nacionalnih standarda za upravljanje stečajnom masom (Sl. gl. 13/2010). Standardi su prvobitno doneti 2004. godine, a zatim su neznatno izmenjeni 2010. godine. Oni predstavljaju podzakonski akt donet od strane Ministra privrede i regionalnog razvoja, a pravni osnov za njihovo donošenje predstavljaju odredbe Zakona o stečaju (čl. 27 stav 9.). Standardi su zapravo dopune i dodaci zakonskih odredbi kojima se preciziraju dodatna pravila ponašanja prewashodno stečajnih upravnika koji imaju presudnu ulogu u operativnom vođenju stečajnih postupaka. Svaki standard obrađuje vrlo konkretne zadatke koji su zakonom povereni stečajnim upravicima na izvršenje ili u kojima upravicima pripada određena uloga.

Sama sadržina govori o njihovoj prirodi. Svaki standard pokriva po jednu od ključnih faza stečajnog postupka/procesa. Nacionalni standard 1 uređuje upravljanje bankovnim računima i novčanim sredstvima stečajnog dužnika kao i vođenje računovodstvene evidencije stečajnog dužnika. Nacionalni standard 2 uređuje popis imovine, procenu vrednosti i početni stečajni bilans stečajnog upravnika. Nacionalni standard 3 uređuje sastavljanje izveštaja stečajnog upravnika o ekonomsko-finansijskom položaju stečajnog dužnika. Nacionalni standard 4 uređuje izveštavanje i obaveštavanje Agencije za licenciranje stečajnih upravnika. Nacionalni standard 5 uređuje način i postupak unovčenja imovine stečajnog dužnika. Nacionalni standard 6 uređuje podatke koje treba da sadrži plan reorganizacije. Nacionalni standard 7 uređuje završni račun koji pripremaju stečajni upravnici. Nacionalni standard 8 uređuje način vođenja i čuvanja evidencije stečajnog dužnika i stečajnog upravnika.

13.2. Metodološki okviri

13.2.1. Obuhvat i ciljevi istraživanja

Obuhvat istraživanja. Empirijska analiza je usredsređena na efikasnost bankrotstva u Srbiji. Podaci za ovaj postupak su dostupni. Naime, ima dovoljan broj postupaka koji su otvoreni i zaključeni, pa se mogu smatrati okončanim.

Kod reorganizacije to nije slučaj, pre svega, zbog toga što je najveći broj usvojenih planova reorganizacije u Srbiji u fazi realizacije. Tek je neznatan broj reorganizacija u kojima su planovi usvojeni i izvršeni. Samo usvajanje nije pokazatelj efikasnosti ovog postupka. Posebno ako se uzme u obzir veliki recidivizam kod planova reorganizacije. To znači da je njihovo izvršenje prekinuto zbog neispunjenja obaveza preuzetih planovima i ponovo je pokrenut stečajni postupak. Zbog toga ovaj izazovan istraživački zadatak ostaje za drugu priliku. Fokus koji se nameće iz ove perspektive jeste onaj koji bi osvetlio razloge recidivizma.

Ciljevi istraživanja. Istraživanje ima više ciljeva. Jedan jeste da se sagleda stepen namirenja razlučnih, stečajnih poverilaca i agregatno namirenje svih poverilaca u postupcima koji se u Srbiji sprovode bankrotstvom. Drugi, da se sagleda veličina i relativno učešće direktnih troškova stečaja u prilikovima u postupcima koji se, takođe, sprovode bankrotstvom, u Srbiji. Treći cilj jeste da se sagledaju najvažnije odrednice ova dva pokazatelja efikasnosti stečajnih postupaka. Trajanje postupka – uobičajeni pokazatelj uspešnosti stečaja, se ne objašnjava jer nema čisto ekonomsko značenje. On služi kao eksplanatorna varijabla prilikom sagledavanja odrednica drugih pokazatelja. Četvrti cilj jeste da se rezultati sagledaju komparativno sa uporedivim nalazima za Srbiju i druge zemlje.

13.2.2. Uzorak i izvori podataka

Uzorak. Istraživanje stepena namirenja poverilaca vrši se na uzorku od 194 preduzeća u stečaju u kojima su postupci pokrenuti u periodu od 2009. do 2014. godine, a zaključeni do 2016. godine. Svega 11 postupaka je pokrenuto krajem 2009. godine kada je na snazi bio Zakon o stečajnom postupku. Najveći deo postupaka pokrenut je u

2010. i naknadnim godinama kada je važio Zakon o stečaju (ZS-2009). Stoga se može reći da se ovo istraživanje (uz 11 izuzetaka) odnosi na postupke koji su otvoreni i vođeni po Zakonu o stečaju.

Prilikom izbora preduzeća u uzorak vodilo se računa da postupci, pored toga što su formalno zaključeni, budu okončani i suštinski. U velikom broju slučajeva, naime, postupci se zaključavaju, ali preostaju neokončani vrlo važni poslovi. Tri su specifičnosti u pitanju. Jedna kada se po zaključenju postupka registruje stečajna masa koja vodi aktivne i/ili pasivne parnice, a to praktično znači da deoba nije do kraja jasna. Druga je kada se deoba sprovodi negotovinski, ustupanjem potraživanja ili prirodne imovine; i u ovom slučaju bitni elementi nisu najjasniji. Treća specifičnost se ogleda u tome da ima i zaključenih slučajeva u kojima se stečajnoj masi prepuštaju poslovi kao što je unovčenje imovine. Zbog toga oni postupci u kojima je identifikovana neka od ovih specifičnosti nisu uključeni u uzorak. Uzorak obuhvata samo nekoliko postupaka koji formalno nisu zaključeni, ali su suštinski zaključeni, jer su svi poslovi okončani. Uzorak obuhvata stečajeve u preduzećima i zadrugama različite veličine, iz različitih sektora, različitog dominantnog oblika svojine.

Od 194 postupka u uzorku 29 (14,9%) postupaka se odnosi na firme u dominantnom društvenom vlasništvu, kojima je za stečajnog upravnika imenovana Agencija za privatizaciju. Ovih preduzeća ima relativno malo jer su do 2009. godine nedostajali podaci o priznatim obavezama, što znači da slučajevi nisu mogli da se kompletiraju potrebnim informacijama. Međutim, posle 2009. godine kada su podaci postali dostupni na sajtu Agencije za licenciranje stečajnih upravnika (ALSU) talasi uvođenja društvenih preduzeća u stečaj su minuli. U velikom broju ovih preduzeća koja su se našla u uzorku Agencija za privatizaciju je pokrenula stečaj kao likvidacioni upravnik, kada imovina nije bila dovoljna za namirenje svih obaveza.

Uzorak sadrži 41 (21,1%) postupak u kome je bankrotstvo sprovedeno prodajom pravnog lica, a 153 (78,8%) postupka u kojima je unovčena imovina, po pojedinim segmentima ili u celini. U podskupu od 29 preduzeća u pretežnom društvenom vlasništvu njih 5 (17,2%) je prodato kao pravno lice, a u preostalim 24 (82,8%) je prodato imovina. U skupu od 165 privatnih preduzeća njih 36 (21,8%) je prodato kao pravno lice, a u preostalim 129 (78,2%) je prodato imovina. To znači da je prodaja u formi pravnog lica nešto učestalija u podskupu privatnih preduzeća.

Zbog načina prikupljanja podataka Uzorak 1na kome se ispituju stope namirenja se neznatno razlikuje od Uzorka 2 na kome se ispituju relativni troškovi stečaja: i po sastavu i po veličini. Za neke postupke je bilo moguće kompletirati sve relevantne podatke za jednu analizu, ali ne i za drugu, pa su u svaki uzorak ušli samo oni postupci koji sadrže sve potrebne informacije. U Uzorku 2 na kome se ispituju relativni troškovi stečaja kompletiran je neznatno manji broj tako da on uključuje 183 postupka. Međutim, najveći deo jednog i drugog uzorka čine preduzeća koja pripadaju i jednom i drugom uzorku (164). Spisak preduzeća u stečaju obuhvaćenih uzorcima dat je u Prilogu.

Izvori podataka. Podaci su kompletirani iz zvaničnih javno dostupnih izvora. Na sajtu Agencije za licenciranje stečajnih upravnika (ALSU) raspoloživi su podaci o unovčenju imovine preduzeća, predstavljene su konačne liste priznatih razlučnih i stečajnih potraživanja, kao i rešenja o zaključenju postupaka. Rešenja pišu stečajne sudije i ona su finalni dokument kojim se usvajaju izveštaji o toku postupaka koje pišu stečajni upravnici, kao i završne račune. U ovim rešenjima često se mogu naći kompletni podaci o obavezama i namirenjima po pojedinim klasama poverilaca. Slučajevi su najvećim delom kompletirani podacima iz takvih rešenja. Podaci kojima su kompletirane druge varijable prikupljeni su sa sajta Agencije za privredne registre (APR), Agencije za privatizaciju, kao i sa Portala privrednih sudova.

Regresiona analiza se čini kao najpogodnija statistička tehnika za realizaciju trećeg formulisanog cilja. Prikupljeni podaci su složeni u dva *excel* fajla u kojima su varijable kolone. One su ili izvorni podaci ili kombinacije dva izvorna podatka.

13.2.3. Deskriptivna statistika uzorka

Postupci u Uzorku 1na kome su ispitane stope namirenja su trajali u proseku 2,66 godine, a medijana trajanja postupaka izražena u godinama iznosi 2,48. U društvenim preduzećima u kojima je stečajni upravnik bila Agencija za privatizaciju postupci su trajali u proseku duže (3,45 godine) nego u privatnim firmama (2,53 godine). Postupci su u proseku trajali duže i u postupcima u kojima je izvršena prodaja dužnika kao pravnog lica (2,91 godina), u odnosu na postupke u kojima je unovčena imovina (2,61 godina).

Prosečna procenjena vrednost imovine preduzeća u uzorku iznosi 74.780.850 RSD. Za preduzeća u pretežno društvenom vlasništvu ova vrednost je veća 175.269.279

RSD, a za privatna iznosi 57.119.247 RSD. Medijana procenjene vrednosti imovine u uzorku iznosi 19.016.937 RSD.

Stopa pokrića u celom uzorku iznosi 42,8%. Ona je računata kao odnos ukupne procenjene vrednosti imovine i ukupne vrednosti svih obaveza. Njeno značenje je dvojako. Ona pokazuje sa koliko procenata procenjene imovine je pokriven svaki dinar priznatih potraživanja u postupcima. Ova stopa posredno govori i u kakvom stanju su preduzeća koja ulaze u stečaj. Prosek pojedinačnih stopa namirenja nije računat jer bi dao isti ponder slučajevima vrlo različite veličine. Medijana kao mera centralne tendencije je pogodnija za takve podatke. Stopa pokrića u podskupu društvenih preduzeća iznosi 79,0%, a u podskupu privatnih preduzeća 34,4%.

Učešće razlučnih potraživanja u ukupnim potraživanjima iznosi 28,7%. Učešće neprioritetnih stečajnih potraživanja u ukupnim potraživanjima je najveće i ono iznosi 69,1%. Konačno, učešće prioritetnih stečajnih potraživanja (I i II isplatnog reda) u ukupnim potraživanjima iznosi 2,2%.

Stopa namirenja razlučnih poverilaca u uzorku iznosi 25,1%. I ona je računata kao agregat, tj. kao odnos ukupnog namirenja razlučnih poverilaca u uzorku i ukupnih priznatih razlučnih potraživanja. Za podskup društvenih preduzeća ona iznosi 48,1%, a za podskup privatnih preduzeća 24,8%. Ni u ovom slučaju nije računat prosek pojedinačnih stopa namirenja razlučnih poverilaca iz istih razloga kao i ranije: slučajevi različite veličine bi tada dobili isti ponder. Medijana pojedinačnih stopa namirenja razlučnih poverilaca u uzorku ima nesto veću vrednost 28,8%.

Stopa namirenja stečajnih poverilaca u uzorku iznosi svega 9,1%. I ona je računata kao agregat, a ne kao prosek pojedinačnih stopa namirenja. Za podskup društvenih preduzeća ona je veća 18,5%, dok je za privatna samo 5,6%.

Stope namirenja prioritetnih poverilaca I (prvog) isplatnog reda iznosi 65,0%, a II (drugog) isplatnog reda 43,9%. Medijane pojedinačnih stopa namirenja I i II isplatnog reda iznose 100%. To znači da se ovi poverioci u više od polovine slučajeva namiruju 100%.

Relativni troškovi stečaja mereni kao agregatni odnos ukupnih direktnih troškova stečaja (iznos razlike priliva i iznosa isplaćenih poveriocima) i ukupnih priliva na nivou uzorka iznosi 17,4%. Ovaj uzorak uključuje 26 društvenih preduzeća i 157 privatnih. U 34 postupaka unovčenje imovine je izvršeno prodajom pravnog lica, a u 149 postupaka je izvršena prodaja imovine.

U Tabeli 1. je prikazana obuhvatnija deskriptivna statistika uzorka.

Tabela. 1. Deskriptivna statistika uzorka

Statistika Uzorak1		Broj	Prosek	Medijana
Trajanje postupka (godine)	Imovina	153	2,61	2,48
	PL	41	2,91	2,63
	Uzorak	194	2,66	2,48
Trajanje postupka (godine)	Društvena	29	3,45	3,37
	Privatna	165	2,53	2,3
	Uzorak	194	2,66	2,48
Stopa pokrića (%)	Društvena	29	79,0	55,84
	Privatna	165	34,4	37,46
	Uzorak	194	42,8	38,46
Stopa pokrića (%)	Imovina	153	35,9	35,1
	PL	41	58,9	71,15
	Uzorak	194	42,8	38,46
Imovina RSD	Društvena	29	175.269.279	12.271.324
	Privatna	165	57.119.247	19.968.000
	Uzorak	194	74.780.850	19.016.937
Imovina RSD	Imovina	153	55.607.412	11.672.496
	PL	41	146.330.508	59.808.000
	Uzorak	194	74.780.850	19.016.937
Stepen namirenja razlučnih poverilaca (%)	Društvena	29	48,1	100,0
	Privatna	165	24,8	26,2
	Uzorak	194	25,1	28,8
Stepen namirenja neprioritetnih stečajnih poverilaca (%)	Društvena	29	18,5	7,49
	Privatna	165	5,6	0,65
	Uzorak	194	9,1	1,24
Stepen namirenja prioritetnih (I isplatni red)	Uzorak u celini		65,0	100,0
Stepen namir prioritetnih (II isplatni red)	Uzorak u celini		43,9	100,0
Učešće razlučnih u ukupn. potraživanjima(%)	Uzorak u celini	135	28,7	18,9
Učešće stečajnih u ukupn. potraživanjima (%)	Uzorak u celini	194	69,1	75,7
Učešće prioritetnih u ukup potraživanjima (%)	Uzorak u celini		2,2	
Statistika Uzorak 2	Društvena	26	11,2	37,6
Relativni troškovi stečaja (%)	Privatna	157	19,4	32,8
	Uzorak u celini	183	17,4	33,0
Relativni troškovi stečaja (%)	Imovina	149	15,3	36,3
	Pravno lice	34	23,3	31,0
	Uzorak u celini	183	17,4	33,0

13.2.4. Definisanje varijabli

U nastavku se definišu varijable korišćene u regresionoj analizi kojom se istražuju najvažnije odrednice dva pokazatelja efikasnosti stečajnih postupaka – stopa namirenja i relativni direktnih troškova stečaja u prilivima. Izlaganje je organizovano po pojedinim zadacima istraživanja.

Zadatak 1: Stepen namirenja razlučnih, stečajnih poverilaca i agregatno/ukupno namirenje

Razlučni poverioci u stečaju su oni koji imaju svoja potraživanja obezbeđena imovinom dužnika. Oni se namiruju od sredstava koja se ostvaruju prodajom te imovine, pre drugih poverilaca. Ako su ta sredstva nedovoljna za namirenje celokupnog potraživanja, razliku namiruju kao neobezbeđeni poverioci. ***Stečajni poverioci*** su oni koji svoja potraživanja nisu obezbedili imovinom dužnika. Postoje prioritetni i ostali neprioritetni stečajni poverioci. U ovom istraživanju prioritetni se ne istražuju direktno, pošto je njihovo učešće u potraživanjima malo. Istražuje se direktno stepen namirenja neprioritetnih stečajnih poverilaca. Namirenje stečajnih prioritetnih poverilaca se sagledava posredno preko agregatnog namirenja svih poverilaca.

Stepen namirenja razlučnih i neprioritetnih stečajnih poverilaca jeste važan indikator efikasnosti stečajnog procesa. Stoga je važno ispitati njihove odrednice. To su ujedno i prve dve zavisne varijable u ovom delu istraživanja. ***Stopa namirenja razlučnih poverilaca (SNRP)*** je odnos (iskazan u %) namirenih razlučnih potraživanja prema ukupnim priznatim razlučnim potraživanjima. ***Stopa namirenja neprioritetnih neobezbeđenih stečajnih poverilaca (SNSP)*** predstavlja odnos između namirenih stečajnih potraživanja i ukupnih priznatih neobezbeđenih potraživanja. ***Stopa agregatnog namirenja svih poverilaca (SNAG)*** predstavlja odnos namirenja po svim potraživanjima i priznatih potraživanja svih vrsta.

Prilikom računanja namirenja po pojedinim vrstama potraživanja primenjen je sledeći princip. Namirenje je računato u odnosu na prvobitni iznos priznatih obaveza za svaku klasu – kako za razlučne, tako i za stečajne. U slučajevima kada različni poverioci nisu mogli da se namire u celini iz prodajne cene imovine koja je bila predmet njihovog obezbeđenja, a razliku su namirili kao neobezbeđeni, ostvareno namirenje je računato kao razlučno i dodato primarnom razlučnom namirenju. Namirenje neobezbeđenih poverilaca je računato tako što je od ukupnog namirenja oduzeto namirenje razlučnih kao stečajnih i preostali iznos je stavljen u odnos sa prvobitno priznatim iznosom neobezbeđenih potraživanja.

Alternativno rešenje bi bilo znatno komplikovanije i unelo bi nepotrebnu konfuziju. Ono bi podrazumevalo da se kao razlučna namirenja smatraju samo ona koja su ostvarena iz prodaje imovine koja je služila kao predmet obezbeđenja. Preostali iznos neizmirenih potraživanja bi se tretirao kao neobezbeđeno i uvećalo bi ovu vrstu potraživanja. Ukupno namirenje stečajnih poverilaca bi se uporedilo sa novim zbirnim iznosom. To implicira i da se deo namirenja razlučnih potraživanja tretira kao stečajno, a da neizmireni deo razlučnih potraživanja postane stečajno. Ukupne obaveze računane na ovaj način bi bile veće nego što stvarno jesu.

Prilikom sagledavanja stepena namirenja potraživanja konstruisane su tri grupe eksplanatornih varijabli koje imaju različitu prirodu.

Jedna grupa varijabli (sedam varijabli) opisuje **svojstva stečajnog dužnika**. Prva varijabla iz ove grupe jeste **veličina dužnika** (preduzeća) koju izražavamo preko procenjene vrednosti imovine dužnika (**PrvImLog**). Zbog velikih razlika u veličini u literaturi se koristi logaritamski izraz varijable. Osnovna hipoteza jeste da postoji direktna pozitivna veza između ove varijable (**PrvImLog**) i stepena namirenja poverilaca (**SNRP**), (**SNSP**) i (**SNAG**).

Druga eksplanatorna varijabla iz ove grupe jeste prezaduženost (**Prezad**) koju izražavamo kao odnos ukupnih obaveza dužnika i procenjene vrednosti njegove imovine. Očekuje se negativna relacija između ove i zavisne varijable (**SNRP**). Inverzna vrednost ovog pokazatelja jeste stopa pokrića (**StPok**) koja se definiše kao odnos između procenjene vrednosti imovine i ukupnih potraživanja firme. Ona pokazuje sa koliko procenata imovina pokriva obaveze firme. Stepennamirenja poverilaca ima

kao svoju determinantu iznos i kvalitet imovine koja je preostala u stečaju kao stečajna masa. Na ovu vezu ukazuje Blazy et. al. (2010).

Treća varijabla jeste stepen obezbeđenja potraživanja (**RazUkPotr**) i definiše se kao učešće/odnos razlučnih u ukupnim potraživanjima. Pri visokim nivoima namirenja očekuje se pozitivna veza između ove (**RazUkPotr**) i zavisne varijable (**SNRP**). Pri niskim nivoima namirenja, međutim, može se očekivati i negativna veza između ove i zavisne varijable (**SNRP**). To je na prvi pogled suprotno intuiciji koja se zasniva na percepciji visokih stopa namirenja obezbeđenih poverilaca, koji obezbeđenja imaju na najkvalitetnijoj imovini dužnika. Međutim, pri niskim stopama namirenja, veće učešće razlučnih potraživanja u ukupnim, implicira i veći broj obezbeđenih poverilaca koji se namiruje iz iste imovine. A što je više obezbeđenih poverilaca koji treba da se namire iz ograničene deobne mase, manje mogu da se namire. Zapravo, namiruju se oni sa obezbeđenjima višeg ranga, a preostali su često primorani da se namiruju kao stečajni poverioci. I što je stepen namirenja manji, negativna veza između ove eksplanatorne varijable i stepena namirenja razlučnih poverilaca kao zavisne varijable je izrazitija. Očekuje se da ova varijabla ima inverzan odnos sa zavisnim varijablama (**SNSP** i **SNAG**). Iz jednostavnog razloga što pri većem stepenu obezbeđenja sredstava izgledi neobezbeđenih poverilaca (koji imaju i najveće obaveze) se smanjuju.

Četvrta varijabla jeste učešće potraživanja prioritetnih stečajnih poverilaca u ukupnim potraživanjima (**PriUkPot**). Može se očekivati negativna veza ove varijable sa **SNRP**, kao i sa **SNSP**, kao zavisnim varijablama. Naime, vrlo često razlučni poverioci ne mogu da se namire u velikoj meri iz imovine koja je služila obezbeđenju i onda se namiruju za razliku do punog iznosa potraživanja kao neprioritetni stečajni poverioci. Tada se, međutim, ispred njih namiruju prioritetni stečajni poverioci. Ako je njihovo učešće u ukupnim potraživanjima visoko, oni smanjuju namirenje razlučnih poverilaca. Uz ovu varijablu očekujemo negativan predznak. Očekuje se da pri većem učešću prioritetnih potraživanja u ukupnim i namirenje stečajnih neprioritetnih potraživanja opada.

Peta varijabla iz ove grupe jeste dužina obustave plaćanja (**DOP**) koja se definiše kao period u kome je dužnik u potpunosti prestao da vrši plaćanja. Iskazuje se preko tri perioda: duže od tri godine, duže od dve godine i duže od jedne godine. Hipoteza

jeste da duža obustava plaćanja implicira manji stepen namirenja svih potraživanja. Za duži period neplaćanja može se vezati veća erozija vrednosti dužnika.

Obustava plaćanja nastaje zbog nesposobnosti plaćanja. U Srbiji obustava plaćanja, po pravilu, traje predugo zbog odsustva interesa i dužnika i poverilaca da pokrenu stečaj. U ovakvom stanju vrednost imovine se rasipa, a dužnici je često i izvlače kroz različite mehanizme; u uverenju da se ona naknadno po pokretanju stečaja vrlo teško, kroz sudski proces, može vratiti u stečajnu masu.

Podaci o obustavi plaćanja su raspoloživi u rešenjima o pokretanju prethodnih stečajnih postupaka za ispitivanje interesa za pokretanjem stečaja za preduzeća u automatskom stečaju. U uzorku takvih preduzeća ima 138, koja imaju učešće od 71.1% u ukupnom broju preduzeća. U svim ovim preduzećima postupci su uobičajeno otvoreni i zaključeni. To znači da je ispoljen pravni interes za pokretanje stečaja (zbog prisustva imovine), kao i da postupak nije prekinut zbog toga što je imovina manja od troškova stečaja. U uzorku prosečna procenjena vrednost imovine dužnika je veća od odgovarajuće procenjene vrednosti imovine dužnika u kojima je stečaj otvoren u redovnom postupku.

Šesta eksplanatorna varijabla iz ove grupe jeste životni vek firme (**ŽVF**) – koliko godina je proteklo od njenog osnivanja do otvaranja stečaja. Hipoteza jeste da je stepen namirenja razlučnih potraživanja veći kod dugovečnijih firmi, jer su one u dužem vremenskom periodu mogle da steknu imovinu koja može poslužiti za namirenje obaveza.

Najzad, sedma varijabla iz ove grupe (**Svojina**) izražava svojinski oblik firme, pre pokretanja stečaja. Posredi je binarna varijabla i alternative su označene brojem 1 ako je firma u privanoj svojini, a sa brojem 0, ako je njen svojinski oblik pretežno društveni. Takve firme prepoznamo po tome što je njihov stečajni upravnik Agencija za privatizaciju. Svojinski oblik firmi pre stečaja je odrednica nekoliko njihovih karakteristika – pre svega, načina upravljanja. Zbog odsustva titulara kod društvenih firmi može se očekivati manje umešno upravljanje. S druge strane, ove firme su bolje ekipirane sredstvima i zbog toga se može očekivati veći stepen namirenja obezbeđenih poverilaca.

Druga grupa eksplanatornih varijabli (dve varijable) opisuje **svojstva stečajnog postupka**. Prva varijabla iz ove grupe opisuje način unovčenja imovine dužnika (**NacUnovIm**): prodajom imovine (0) ili prodajom pravnog lica (1). Očekuje se da prodaja pravnog lica obezbeđuje veći stepen namirenja, jer se tako čuva *going concern*

vrednost. Druga varijabla u ovoj grupi je dužina trajanja stečajnog postupka (**DuzTrPost**) – period od otvaranja do njegovog zaključenja. Svrstavanje ove varijable u ovu grupu izvršeno je pod pretpostavkom da dužinu postupka pretežno određuju zakonom propisane procedure i radnje potrebne za okončanje postupaka kod različitih subjekata. Očekuje se da u kraćim postupcima stepen namirenja bude veći, jer se skraćivanjem postupka štedi na troškovima stečaja pa ostaje više sredstava za deobu poveriocima.

Treća grupa varijabli obuhvata veštačke eksplanatorne varijable. Prva se odnosi na sektor (**sekt**) kome preduzeće pripada: industrija (**Indust**), poljoprivreda (**Popljop**), trgovina (**Trgov**) i ostalo (**Ost**). Pretpostavka je da dužnici iz različitih sektora, zbog prirode svoje imovine, poveriocima omogućavaju različite stope namirenja. Recimo, poljoprivredna i industrijska preduzeća imaju imovinu koja po svojoj prirodi omogućava bolje očuvanje vrednosti potraživanja poverilaca.

Druga varijabla iz ove grupe odnosi se na godinu (**god**) u kojoj je imovina stečajnog dužnika unovčena (**God2011**), (**God2012**), (**God2013**), (**God2014**), (**God2015**). Osnovna pretpostavka jeste da na stepen namirenja poverilaca utiče faza privrednog ciklusa – recesija ili oporavak. U našem slučaju u kome su postupci pokrenuti posle 2009. godine, hipoteza koja se nameće jeste da se velika kriza iz 2008. godine odrazila na likvidnost tržišta imovine iz stečaja i da u kasnijim godinama na stepen namirenja utiču samo stope rasta GDP u realnom izrazu. Saglasno tome, veći stepen namirenja bi mogao da se očekuje u godinama sa pozitivnim stopama rasta BDP prema podacima RZS, a to su 2011. (1,4%), 2013. godina (2,6%) i 2015. godina (0,8%), a manje stope namirenja u godinama kada je došlo do pada BDP, a to su 2012. godina (-1,0%) i 2014. godina (-1,8%). Prema tome, očekuje se da stope namirenja prate mini recesije i uspone iz ovog perioda. Alternativna hipoteza jeste da se kriza likvidnosti na tržištu imovine u stečaju samo produbljuje, i da stepen namirenja opada iz godine u godinu.

Zadatak 2: Relativno učešće direktnih troškova stečaja u prilivima

Prilikom sagledavanja relativnog učešća direktnih troškova stečaja u prilivima, konstruisane su tri grupe eksplanatornih varijabli koje imaju različitu prirodu.

Jedna grupa varijabli (njih četiri) opisuje **svojstva stečajnog dužnika**. Prva varijabla iz ove grupe jeste veličina dužnika koju izražavamo preko procenjene vrednosti njegove imovine (**PrvImLog**). I u ovom slučaju se koristi logaritamski izraz

varijable. Očekuje se u ovom slučaju da postoji inverzna veza između ove varijable (**PrvImLog**) i relativnog učešća direktnih troškova stečaja u prilikovima (**UDTSP**).

Druga varijabla iz ove grupe je stepen pokrivenosti (**StPok**) obaveza imovinom. Ona se definiše kao odnos između procenjene vrednosti imovine i ukupnih priznatih potraživanja prema dužniku. Ona pokazuje sa koliko procenata imovina pokriva svaki dinar obaveza firme. Stepennamirenja poverilaca kao važnu determinantu ima obim i kvalitet imovine koja je preostala posle nevolja dužnika i predstavlja stečajnu masu. Ako je dužnik u boljem stanju biće i više posla oko unovčenja njegove imovine, što implicira i veće troškove. Međutim, konačan uticaj zavisi od veličine imovine.

Treća varijabla iz ove grupe (svojstva stečajnog dužnika) jeste dužina obustave plaćanja (**DOP**) koja se definiše kao period u kome je dužnik u potpunosti prestao da vrši plaćanja. Iskazuje se preko tri perioda: duže od tri godine, duže od dve godine i duže od jedne godine. Ne može se intuitivno oceniti uticaj obustave plaćanja na relativne troškove jer utiče i na brojilac, ali i imenilac zavisne varijable.

Najzad, četvrta eksplanatorna varijabla iz ove grupe (svojstva stečajnog dužnika) jeste životni vek firme (**ZVF**) – koliko godina je proteklo od njenog osnivanja do otvaranja stečaja. Hipoteza jeste da su relativni troškovi stečaja veći kod dugovečnijih firmi, jer su one u dužem vremenskom periodu mogle da steknu imovinu iz koje se mogu namiriti troškovi.

Druga grupa eksplanatornih varijabli (tri varijable) opisuje **svojstva stečajnog postupka**. Prva varijabla iz ove grupe opisuje način unovčenja imovine dužnika (**NacUnovIm**): prodajom imovine (0) ili prodajom pravnog lica (1). Očekuje se da prodaja pravnog lica obezbeđuje manje relativno učešće troškova u prilikovima, jer se unovčenje imovine obavlja jednom transakcijom koja implicira i manje troškove i veće prilive. Takva transakcija čuva *going concern* vrednost, koja se inače rasipa prilikom rasparčavanja firme.

Druga varijabla (**Svojina**) opisuje subjektivitet stečajnog upravnika koji je uvek binarnog karaktera – Agencija za privatizaciju (1) ili privatni stečajni upravnik (0). Agencija za privatizaciju je po zakonu stečajni upravnik za preduzeća pretežno u društvenoj svojini, a privatni (inokosni) stečajni upravnici za privatna preduzeća u stečaju. Nije unapred jasan ovaj uticaj jer učešće Agencije kao stečajnog upravnika

implicira uticaje sa suprotnim dejstvima; veće troškove zbog poverenika sa strane, ali veću stečajnu masu zbog bolje opremljenosti društvenih firmi sredstvima.

Treća varijabla iz ove grupe (karakteristike postupka) je dužina trajanja stečajnog postupka (**DuzTrPost**) – period od otvaranja do zaključenja. Očekuje se da u kraćim postupcima relativno učešće troškova bude manje jer se skraćivanjem postupka štedi na nepotrebnim troškovima. U analizi troškova ova varijabla dodatno je sagledana. Naime, jedinstven period trajanja postupka je podeljen na dva potperioda. Prvi koji je potreban za unovčenje imovine (**TrajUnov**) i drugi u kome se vrši deoba priliva (**TrajDeob**). Nameće se hipoteza o inverznoj relaciji ovih potperioda sa zavisnom varijablom. Naročito se očekuje smanjenje relativnih troškova ako se skрати period deobe.

Trećoj grupi varijabli pripada veštačka eksplanatorna varijabla – sektor kome preduzeće pripada: industrija (**Indust**), poljoprivreda (**Popljop**), trgovina (**Trgov**) i ostalo (**Ost**). Pretpostavka jeste da dužnici iz različitih sektora, zbog prirode svoje imovine imaju različito učešće direktnih troškova stečaja u deobnoj masi.

13.2.5. Hipoteze istraživanja

Prethodna elaboracija varijabli predstavlja širi okvir empirijskog istraživanja. Uži okvir određuju hipoteze koje se zasnivaju na prethodnim rezultatima u sličnim istraživanjima. Drugim rečima hipoteze se zasnivaju na varijablama koje su i ranije pokazale veliku eksplanatornu moć u sagledavanju varijabiliteta zavisnih varijabli.

U objašnjenju stopa namirenja polazimo od dve standardne eksplanatorne varijable identifikovane u literaturi. To su varijable prezaduženost ili njena inverzna vrednost – stopa pokrića, kao i stepen obezbeđenja potraživanja. Treća eksplanatorna varijabla je specifikum za Srbiju. Reč je o varijabli – dužina obustave plaćanja. Na ove tri varijable zasnovane su prve tri hipoteze.

Prva hipoteza H1 jeste pozitivna veza zavisnih varijabli stopa namirenja razlučnih (H1.1) stečajnih (H1.2) i ukupnog namirenja (H1.3) i nezavisne varijable – stope pokrića. To znači da veće stope pokrića impliciraju i veći stepen namirenja razlučnih i stečajnih poverilaca kao i veće agregatno namirenje svih poverilaca.

Druga hipoteza H2 jeste da postoji povezanost stopa namirenja sa nezavisnom varijablom – stepenom obezbeđenja potraživanja – čiji smer varira. Smer povezanosti stope namirenja razlučnih poverilaca (H2.1) i stope namirenja stečajnih poverilaca (H2.2) sa stepenom obezbeđenja imovine nije isti. Pozitivan smer može se očekivati kod stope namirenja razlučnih poverilaca pri visokim stopama namirenja, a negativni pri niskim stopama namirenja. Inverzna povezanost očekuje se i kod stope namirenja stečajnih poverilaca.

Treća hipoteza H3 jeste negativna veza između stopa namirenja i dužine obustave plaćanja. To znači da kraći period obustave plaćanja implicira veći stepen namirenja razlučnih (H3.1), stečajnih (H3.2) i agregatnog namirenja svih poverilaca (H3.3).

U objašnjenju relativnog učešća direktnih troškova stečaja u prilivima polazimo od dve eksplanatorne varijable identifikovane u literaturi i ispitujemo da li one objašnjavaju stope namirenja u stečajnom procesu u Srbiji, gradeći na njima dve hipoteze (H4 i H5). To su veličina dužnika merena procenjenom vrednošću njegove imovine u log izrazu i dužina trajanja faze unovčenja.

Četvrta hipoteza H4 jeste da postoji negativna veza između relativnih troškova stečaja u prilivima i veličine dužnika. To znači da se mogu očekivati manji relativni troškovi kod većih dužnika zbog toga što ovi troškovi imaju značajnu fiksnu komponentu.

Peta hipoteza H5 jeste pozitivna veza između relativnih troškova stečaja i dužine faze unovčenja imovine. To znači da se mogu očekivati veći relativni troškovi kod dužnika kod kojih unovčenje imovine traje duže.

13.3. Rezultati empirijskog istraživanja

13.3.1. Stepen namirenja razlučnih poverilaca

Regresiona analiza izvršena je korišćenjem SPSS programa. Sprovedena je u nekoliko koraka konstrukcijom i testiranjem modela sa različitim varijablama.

Model 1

U model 1 uključene su varijable koje opisuju stečajnog dužnika. Od šest uključenih varijabli koje opisuju karakteristike dužnika, kao statistiki signifikante pokazale su samo tri: **Prezad**, **RazUkPotri** i **ZVF**. To su prezaduženost, stepen obezbeđenja potraživanja i životni vek firme. I znakovi uz koeficijente su saglasni sa očekivanjima. Kod varijable koja izražava veličinu dužnika i dužinu obustave plaćanja koeficijenti imaju očekivani znak, ali one nisu signifikantne. Varijabla svojina nije statistički značajna, a ni znak nije u skladu sa očekivanjima. Pored dve standardne varijable koje su identifikovane u literaturi kao relevantni prediktori stope namirenja razlučnih poverilaca – prezaduženosti i stepena obezbeđenja potraživanja, kao signifikantna se pokazala varijabla životni vek firme, i to sa pozitivnim znakom, što znači da je veći stepen namirenja prema starijim firmama.

Prikazi modela u kolonama sadrže: hipotezu sa znakom (+) ako se očekuje pozitivna veza zavisne sa nezavisnom i znakom (-) ako se očekuje inverzna veza zavisne i nezavisne varijable; vrednost regresionih koeficijenata (Beta); vrednost t statistika; i statističku značajnost. U donjim redovima sadržane su vrednosti R , R^2 , F statistika i stepeni slobode.

Obustava plaćanja kao varijabla omogućava testiranje jedne vrlo dragocene hipoteze: da li kašnjenje/ubrzanje otvaranja stečaja smanjuje/povećava izgled namirenja poverilaca. Drugim rečima, da li blagovremeno otvaranje stečaja doprinosi očuvanju vrednosti dužnika koja je raspoloživa za namirenje poverilaca. Ono doprinosi izbegavanju rasipanja i očuvanju vrednosti, koju dužnici pri dužim obustavama plaćanja često izvlače za sebe, znajući da se ona retko vraća u stečajnu masu. Saglasno tome, može se očekivati veći stepen namirenja kod firmi u kojima je obustava plaćanja skraćena na jednu, odnosno dve godine, u odnosu na preduzeća u kojima je obustava plaćanja mogla da traje i duže od tri godine. U firmama u kojima je obustava plaćanja silom zakona skraćena na jednu, odnosno dve godine, automatski stečaj je pokrenut 2011. i 2012. godine. U firmama u kojima je obustava plaćanja trajala duže od tri godine automatski stečajevi su pokrenuti u 2010. godini.

Regresiona analiza je pokazala da varijabla dužina obustave plaćanja nije signifikantna u objašnjenju stepena namirenja razlučnih poverilaca. To znači da skraćivanje perioda obustave plaćanja pre stečaja ne utiče značajno na namirenje razlučnih poverilaca.

Model 1. Stepen namirenja razlučnih poverilaca

Hipoteza	Varijable	Beta	t	Sig
(+)	PrVrImLog	.105	1.132	.260
(-)	Prezad	-.346	-3.674	.000
(+ -)	RazUkPotr	-.498	-5.974	.000
(-)	DOP	-.157	-1.932	.056
(+)	ZVF	.170	2.056	.042
(+)	Svojina	-.059	-.715	.477

R	R ²	Df1	Df2	F	Sig.
.631	.398	6	95	10.489	.000

Svih šest varijabli uključenih u ovaj model objašnjava 39,8% varijabiliteta zavisne varijable ($R^2 = .398$). Model je statistički značajan na nivou $p < 0,01$.

Slično istraživanje u Srbiji sproveo je Radulović (2011). U njegovom modelu dve varijable – prezaduženost i učešće razlučnih u ukupnim potraživanjima su signifikantne u objašnjenju 23% varijabiliteta zavisne varijable.

Ključna razlika u istraživanjima ogleda se u uključenosti dve dodatne varijable u ovom istraživanju – varijable dužine obustave plaćanja (DOP) i životnog veka firme (ZVF). Osim toga, Radulović varijablu svojina tretira kao varijablu koja opisuje stečajni postupak, za nju vezuje subjektivitet Agencije za privatizaciju, kao stečajnog upravnika društvenih preduzeća.

Model 2

U Modelu 2 izbačene su dve varijable na granici signifikantnosti, dužina obustave plaćanja (DOP) i životni vek firme (ZVF), kao i svojina kao nesignifikantna, a uključene su dve dodatne varijable koje opisuju stečajni postupak. Jedna je način unovčenja imovine (NacUnovIm), a druga je dužina trajanja postupka (DuzTrPost). Nijedna od ovih varijabli, međutim, nije statistički značajna. Znak je u skladu sa očekivanjima kod dužine trajanja stečajnog postupka.

Izbacivanjem dve varijable i u kombinaciji sa varijablama koje opisuju postupak, statistički značaj dobija i varijabla koja izražava veličinu dužnika (procenjena vrednost imovine u logaritamskom izrazu – PrVrImLog) i to sa pozitivnim znakom uz Beta koeficijent, kako se i očekuje.

Model 2. Stepen namirenja razlučnih poverilaca

Hipoteza (+ -)	Varijable	Beta	t	Sig
(+)	PrVrImLog	.216	2.726	.007
(+)	Prezad	-.251	-3.290	.001
(+/-)	RazUkPotr	-.540	-7.315	.000
(+)	NacUnovIm	-.062	-.813	.417
(-)	DuzTrPost	-.054	-.730	.467

R	R ²	Df1	Df2	F	Sig.
.599	.358	5	129	14.416	.000

Model je statistički značajan na nivou $p < 0,01$. Pet varijabli uključenih u ovaj model objašnjava 35,8% varijabiliteta zavisne varijable ($R^2 = .358$).

Model 3

U Modelu 3 zadržane su statistički značajne varijable, isključene su nesignifikantne, a uključen je sektor kao dodatna veštačka varijabla. Ona obuhvata četiri oblasti: poljoprivredu (P), industriju (I), trgovinu (Tr), i ostalo (O). Od svih sektora samo se sektor trgovine pokazao kao statistički značajan, sa pozitivnim znakom. To znači da su u sektoru trgovine poverioci imali kvalitetnije/vrednije predmete obezbeđenja svojih potraživanja.

I u kombinaciji sa sektorskom veštačkom varijablom statističku značajnost zadržava varijabla koja izražava veličinu dužnika (procenjena vrednost imovine u log izrazu – PrVrImLog).

Model 3. Stepen namirenja razlučnih poverilaca

Hipoteza	Varijable	Beta	t	sig
(+)	PrVrImLog	.205	2.764	.007
(-)	Prezad	-.270	-3.583	.000
(+/-)	RazUkPotr	-.531	-7.372	.000
(+)	SektorPolj	.076	.865	.388
(+)	SektorInd	.072	.679	.499
(+)	SektorTrg	.236	2.310	.022

R	R ²	Df1	Df2	F	Sig.
.622	.387	6	128	13.451	.000

Model je statistički značajan na nivou $p < 0,01$. Četiri varijable uključene u ovaj model objašnjavaju 38,7% varijabiliteta zavisne varijable ($R^2 = .358$).

Do sličnog rezultata vezanog za sektorsku varijablu došao je i Radulović, s tim što je u njegovom modelu signifikantan i sektor industrija.

Model 4.

U četvrti model uključena je, pored statistički značajnih varijabli iz ranijih modela i sektorske, još jedna nova veštačka varijabla koja izražava godinu u kojoj je došlo do unovčenja imovine dužnika. Nijedna od godina se, međutim, nije pokazala signifikantnom.

Model 4. Stepen namirenja razlučnih poverilaca

Hipoteza	Varijable	Beta	t	sig
(+)	PrVrImLog	.195	2.610	.010
(+)	Prezad	-.293	-3.831	.000
(+ -)	RazUkPotr	-.540	-7.436	.000
(+)	SektorPolj	.081	.902	.369
(+)	SektorInd	.071	.650	.517
(+)	SektorTrg	.240	2.293	.024
()	Godina2011	.021	.241	.810
()	Godina2012	-.055	-.507	.613
()	Godina2013	-.171	-1.496	.137
()	Godina2014	-.072	-.715	.476

R	R ²	Df1	Df2	F	Sig.
.639	.408	10	124	8.546	.000

Model je statistički značajan na nivou $p < 0,01$. Uključene varijable objašnjavaju 40.8% varijabiliteta zavisne promenljive.

Radulović (2011) je pokazao da kriza utiče na stepen namirenja razlučnih poverilaca kombinacijom dužine trajanja postupka i godine otvaranja postupka kao veštačke varijable. On zaključuje da je skoro za 30% manje namirenje razlučnih poverilaca kada je stečaj pokrenut tokom 2009. godine, a zaključen do juna 2011. godine. Međutim, njegov uzorak obuhvata mnogo raniji vremenski period (od 2005. godine pa nadalje) tako da su u tom periodu mogli da se manifestuju efekti krize iz

2008. godine. Efekat recesija na stopu namirenja dobija i Thorburn (2000) u još ranijem vremenskom periodu u Švedskoj.

U našem uzorku veštačka varijabla izražava direktno godinu unovčenja imovine. Najveći deo unovčenja obavljen je u kasnijim godinama u periodu od 2012-2014. godine, a znatno manji deo u periodu 2010-2011.godine. Veštačka varijabla God2011 uključuje i mali broj unovčenja iz 2010. godine. U ovom periodu, međutim, male fluktuacije u stopama realnog rasta GDP nisu se ispoljile kao signifikantan faktor u objašnjenju namirenja razlučnih poverilaca.

13.3.2. Stepen namirenja stečajnih poverilaca

Model 1

U prvom modelu konstruisanom za objašnjenje varijabli koje određuju stepen namirenja stečajnih poverilaca uključeno je svih sedam varijabli koje opisuju svojstva stečajnog dužnika. Samo četiri od njih su ispoljile statističku značajnost. To su varijable koje izražavaju veličinu dužnika, stepen pokrića njegovih obaveza imovinom, stepen obezbeđenja obaveza, kao i životni vek dužnika. Svi znaci uz regresione koeficijente imaju očekivani znak, sa izuzetkom varijable životni vek firme koja ima minusni znak. U objašnjenju namirenja razlučnih potraživanja ova varijabla ima očekivani pozitivan znak.

Varijable svojina, učešće prioriternih potraživanja u ukupnim potraživanjima i dužina obustave plaćanja nisu se pokazale statistički značajnim. Dužina obustave plaćanja se nije pokazala statistički značajnom ni u objašnjenju stepena namirenja stečajnih poverilaca. Ovaj nalaz sugerise da na namirenje utiče nešto drugo. A ono nije vezano za period u kome firma obustavlja plaćanje. Drugim rečima, na rasipanje imovine pre stečaja ne može da se utiče skraćivanjem obustave plaćanja. Važni događaji koji dovode do rasipanja imovine nisu vezani za vremenski okvir. Uverljivija je interpretacija da se to zbiva diskretno, trenutno – kada se prihvataju nesrazmerna i nekvalitetna obezbeđenja i kada se izgubi iz kontrole ponašanje poverioca po odobrenju kredita.

Model 1. Stepen namirenja stečajnih poverilaca

Hipoteza	Varijable	Beta	t	sig
(+)	PrVrImLog	.299	4.127	.000
(+)	StPok	.375	5.026	.000
(-)	RazUkPotr	-.190	-2.638	.009
(+-)	Svojina	-.093	-1.312	.192
(-)	DOP	.097	1.415	.159
(-)	PriUkPotr	.147	1.852	.066
(+)	ZVF	-.160	-2.151	.033

R	R ²	Df1	Df2	F	Sig.
.631	.398	7	134	12.675	.000

Model je statistički značajan na nivou $p < 0,01$. Sedam uključenih varijabli objašnjava 39,8% varijabiliteta zavisne varijable.

Radulović (2011), takođe istražuje stepen namirenja stečajnih poverilaca i u njegovom prvom modelu statistički značajne varijable su logaritamski izraz vrednosti imovine kao pokazatelj veličine i stepena obezbeđenja potraživanja. Ispitana je i varijabla prezaduženost, ali se nije pokazala statistički značajnom.

Razlika u objašnjenom varijabilitetu, osim što se može dovesti u vezu sa karakteristikama različitog uzorka i vremenskog perioda istraživanja, podrazumeva i uključenost dve dodatne varijable – stepen pokriva obaveza imovinom i životni vek firme. Varijabla stopa pokriva uključena je u ovoj formulaciji (a ne kao inverzna vrednost – prezaduženost) jer se u tom izrazu lakše percipira njen uticaj. Po svemu sudeći, statistička značajnost stope pokriva u našem modelu se može tumačiti prevashodno različitim svojstvima uzorka.

Model 2.

U Modelu 2 zadržane su statistički značajne varijable, isključene su nesigifikantne, a uključene dve dodatne varijable koje opisuju stečajni sistem: način unovčenja imovine i dužna trajanja postupaka. Nijedna od ovih varijabli se nije pokazala statistički značajnom.

Model 2. Stepen namirenja stečajnih poverilaca

Hipoteza	Varijable	Beta	t	sig
(+)	PrVrImLog	.212	3.220	.002
(+)	StPok	.443	7.245	.000
(-)	RazUkPotr	-.231	-3.727	.000
(+)	NacUnovIm	.059	.910	.364
(-)	DuzTrPost	-.037	-.608	.544

R	R ²	Df1	Df2	F	Sig.
.600	.360	5	186	20.910	.000

Model je statistički značajan na nivou $p < 0,01$. Uključene varijable objašnjavaju 36% varijabiliteta zavisne varijable.

Slične rezultate dobija i Radulović (2011), s tim što je on varijablu dužina trajanja postupka uvrstio u model sa varijablama koje opisuju stečajnog dužnika. Bez obzira na način uključivanja, dužina postupka ne utiče statistički značajno na stepen namirenja stečajnih poverilaca.

Model 3

U Modelu 3, pored tri statistički značajne varijable iz ranijih modela, uključena je i veštačka varijabla – sektor. U ovom modelu se pokazalo da nijedan sektor nije dobar prediktor namirenja stečajnih poverilaca.

Model 3. Stepen namirenja stečajnih poverilaca

Hipoteza	Varijable	Beta	t	Sig
(+)	PrVrImLog	.261	4.208	.000
(+)	StPok	.433	6.981	.000
(-)	RazUkPotr	-.235	-3.929	.000
	SektorPolj	.018	.256	.798
	SektorInd	-.060	-.739	.461
	SektorTrg	-.025	-.321	.748

R	R ²	Df1	Df2	F	Sig.
.612	.374	6	186	18.551	.000

Model je statistički značajan na nivou $p < 0,01$. Uključene varijable objašnjavaju 37,4% varijabiliteta zavisne varijable.

Radulović (2011) u svom istraživanju nalazi da je sektor poljoprivrede statistički značajan u objašnjenju namirenja stečajnih poverilaca. Valja još jednom skrenuti pažnju na neke značajne razlike koje postoje između ovog i našeg istraživanja. Pored toga što su uzorci iz različitih vremenskih perioda, oni se razlikuju i po svojoj strukturi: u prvom, veliko učešće (51,4%) imaju društvena preduzeća u kojima su sredstva kumulirana dugoročno, dok u našem uzorku veliko učešće imaju privatna preduzeća sa mnogo kraćom istorijom (85,1%). Ono što predstavlja još važniju razliku između ovih istraživanja jeste izrazito nisko namirenje poverilaca – i razlučnih i stečajnih – identifikovano na našem uzorku i izrazito visoke stope namirenja zabeležene na uzorku u istraživanju Radulovića (2011). Jedan pravac u mogućim objašnjenjima ove razlike zasigurno možemo tražiti u efektima velike krize iz 2008. godine, koja se dramatično odrazila na tržište imovine u stečaju. Drugi pravac razmišljanja može se vezati za razloge koji stoje u osnovi manjih stopa pokrića firmi u našem uzorku, u poređenju sa onima iz istraživanja obavljenih u ranijim periodima. To može da ukazuje i na fenomen da firme ulaze u stečaj u sve lošijem stanju. Kada je to slučaj, sam stečaj kao mehanizam i nije od velike koristi.

U ovom smislu, od značaja mogu biti i uporedni podaci iz inostranih studija. Thorburn (2009) koja je analizirala aukcijske prodaje u Švedskoj, ukazuje da na opštu stopu namirenja utiče učešće obezbeđenih potraživanja. Pored toga, konstatuje da na stepen namirenja utiče i način unovčavanja imovine, odnosno metod prodaje.

Bris et al. (2008) na podacima za SAD nalaze da veličina imovine nije značajna odrednica stope namirenja stečajnih poverilaca, dok je nivo zaduženosti značajan. I broj obezbeđenih poverilaca, takođe, smanjuje stepen namirenja stečajnih poverilaca, ali stopa namirenja raste sa stepenom učešća banaka kao poverioca.

Model 4

U Modelu 4, pored tri statistički značajne varijable i dužine obustave plaćanja, uključene su obe veštačke varijable i sektorska i vremenska (koja izražava godinu u kojoj je unovčena imovina dužnika). Nijedna, međutim, nije statistički značajna u objašnjenju stepena namirenja stečajnih poverilaca.

Model 4. Stepen namirenja stečajnih poverilaca

Hipoteza	Varijable	Beta	T	sig
(+)	PrVrImLog	.271	3.760	.000
(+)	StPok	.401	5.411	.000
(-)	RazUkPotr	-.230	-3.244	.001
(-)	DOP	.057	.799	.426
	SektorPolj	.033	.368	.714
	SektorInd	-.009	-.088	.930
	SektorTrg	-.010	-.103	.918
	Godina2011	.121	1.375	.171
	Godina2012	-.063	-.605	.547
	Godina2013	-.112	-1.036	.302
	Godina2014	-.014	-.132	.895

R	R ²	Df1	Df2	F	Sig.
.632	.400	11	132	7.996	.000

Model je statistički značajan na nivou $p < 0,01$. Sve uključene varijable objašnjavaju 40% varijabiliteta zavisne varijable.

Ni u ovom modelu varijabla dužina obustave plaćanja u kombinaciji sa veličinom, stopom pokrića, učešćem razlučnih u ukupnim potraživanjima, kao i sa veštačkim varijablama, nije ni blizu granice signifikantnosti, a nema ni očekivani znak.

U cilju selekcije modela sa najvećom informacionom vrednošću sprovedena je hijerarhijska multipla regresiona analiza. Ona je pokazala da postoji značajna predikcijska vrednost svih modela, ali da se dodavanjem novih varijabli prediktora, tj. usloznavanjem modela ne poboljšava njihova prediktivna moć. Na to ukazuje veličina R^2 koja nije bitno promenjena. Dakle, prema ovoj analizi najpodesniji model bi bio model 1 (prvi korak analize), jer dodavanje novih prediktora u narednim modelima nije značajno poboljšalo predikciju, koja je ostala na približno istom nivou.

13.3.3. Stepen agregatnog namirenja poverilaca

U jednom broju studija stepen namirenja poverilaca se sagledava i agregatno. To znači da se u odnos stavlja ukupno namirenje sa ukupnim priznatim potraživanjima. Međutim, to otvara jedno krupno metodološko pitanje da li ima smisla sabirati obaveze različitog senioriteta i prioriteta, kao i namirenja po različitim potraživanjima. Neki

autori smatraju da je reč o potpuno različitim veličinama koje ne bi smele da se sabiraju. U praksi se, međutim, odstupa od toga pa se iskazuju i agregatne stope namirenja.

To se u ovom radu čini iz jednog pragmatičnog razloga. Naime, u deskriptivnim statistikama uzorka je ukazano da je u Srbiji namirenje prioriternih poverilaca veliko – 67% i 43% respektivno. To je, čak, mnogo veće od namirenja razlučnih poverilaca. Isto tako, ukazano je i na to da je učešće obe klase prioriternih potraživanja u ukupnim potraživanjima vrlo malo. Istraživanje stepena agregatnog namirenja, zapravo, predstavlja posredan način uključivanja u analizu ove klase poverilaca, vrlo interesantne u Srbiji.

Model 1. Stepen agregatnog namirenja poverilaca

U prvi model uključen je standardni skup varijabli koje opisuju karakteristike stečajnih dužnika. Od četiri istraživane varijable koje su u ranijim modelima bile značajni prediktori namirenja pojedinih klasa poverilaca samo su dve statistički značajne u ovom kontekstu. To je varijabla koja preko procenjene vrednosti imovine izražava veličinu stečajnog dužnika i stepen pokriva obaveza imovinom – varijabla koja najbolje izražava ekonomsko stanje dužnika u trenutku ulaska u stečaj.

Preostale varijable nisu značajne: učešće razlučnih u ukupnim potraživanjima, životni vek firme dužnika, koje su u ranijim modelima bile signifikantne; ni pretežni svojinski status, ni dužina obustave plaćanja, a ni učešće prioriternih u ukupnim potraživanjima. Doduše ova varijabla je na granici statističke značajnosti i ima pozitivan znak. To implicira veće agregatno namirenje kada je veće učešće ovih potraživanja u ukupnim potraživanjima. Jedno od mogućih tumačenja takvog (pozitivnog) znaka uz koeficijent ove varijable može da se osloni na pretpostavku o posrednom uticaju prisustva prioriternih poverilaca na opšte namirenje putem smanjenja troškova stečajnog postupka. Prisustvo prioriternih poverilaca može da poveća opšte namirenje samo pritiskom na smanjenje troškova. Između klasa poverilaca raspodela fiksiranog kolača je igra sa nultom sumom. Ako jedan dobije više, drugi neumitno dobije manje, ali ukupno namirenje ostaje isto.

Model 1. Stepen agregatnog namirenja poverilaca

Hipoteza	Varijable	Beta	T	sig
(+)	PrVrImLog	.334	4.645	.000
(+)	StPok	.381	5.158	.000
(+ -)	RazUkPotr	-.071	-.989	.325
()	Svojina	-.118	-1.672	.097
(-)	DOP	.029	.424	.672
(+)	PriUkPotr	.148	1.888	.061
(+)	ZVF	-.034	-.454	.651

R	R ²	Df1	Df2	F	Sig.
.640	.410	7	134	13.304	.000

Uključene varijable u ovaj model objašnjavaju 41% varijabiliteta zavisne varijable. Model je statistički značajan na nivou $p < 0,01$.

U narednim modelima uključene su varijable po redu koji je praktikovan i kod drugih zavisnih varijabli. Međutim, u ovom slučaju nijedna se nije pokazala kao statistički značajna, niti ona koja opisuje stečajni postupak, a ni veštačke varijable koje opisuju sektor ili godinu u kojoj je unovčena imovina.

13.3.4. Relativno učešće direktnih troškova stečaja u prilivima

Model 1

U prvom modelu u kome se ispituju determinante učešća direktnih troškova stečaja u prilivima uključene su uobičajene varijable koje se sreću u literaturi. Pre svega, vrednost procenjene imovine kao izraz veličine dužnika. Korišćen je, kao i u drugim studijama, logaritamski izraz varijable.

Couvemberg i de Jong (2008) naglašavaju da troškovi stečajnog postupka sadrže značajnu fiksnu komponentu. A to upućuje na hipotezu o inverznoj relaciji između veličine preduzeća i veličine troškova. Preciznije, očekuje se da sa rastom vrednosti firme relativni troškovi stečaja opadaju. Regresioni koeficijent za ovu varijablu ima negativan znak, kao što se očekuje i visoko je signifikantan.

Svojinski oblik dužnika pre stečaja nije statistički značajan u ovom modelu. Druga varijabla koja je signifikantna jeste stopa pokrića i to sa pozitivnim predznakom, kako se i očekuje. Tumačenje ove relacije je jednostavno: veća stopa pokrića obaveza znači i bolje ekonomsko stanje dužnika, a ono omogućava i izdašnije troškove. Ili, preciznije, dobro

stanje implicira i visoke prilive od unovčenja imovine koji omogućavaju i visoke nagrade stečajnim upravnicima, koje su vrlo važna stavka ovih troškova.

Model 1. Učešće direktnih troškova stečaja u prilivima

Hipoteza	Varijable	Beta	T	Sig
(-)	PrVrImLog	-.599	-9.791	.000
(+)	StPok	.143	2.345	.020
(+ -)	Svojina	.015	.251	.802
(+)	TrajUnovc	.149	2.444	.015

R	R ²	Df1	Df2	F	Sig.
.600	.360	4	177	24.921	.000

Model je statistički značajan na nivou $p < 0,01$. Uključene varijable u ovaj model objašnjavaju 36% varijabiliteta zavisne varijable.

Treća varijabla koja je statistički značajna jeste dužina trajanja perioda unovčenja imovine (**TrajUnovc**). To je prva faza stečajnog procesa, koja traje od otvaranja pa do unovčenja imovine. Drugu fazu, koja traje od trenutka unovčenja do zaključenja postupka, označili smo kao fazu deobe. Predznak regresionog koeficijenta uz period unovčenja je pozitivan, što i jeste u skladu sa intuicijom. Ona sugerše da zamršeniji imovinski odnosi impliciraju ne samo dugotrajnije razrešenje imovinskih sporova pre prodaje, već i veće troškove.

Vreme potrebno za prodaju imovine, kao varijablu koriste i Couwenberg i de Jong (2004) u istraživanju relativnih troškova stečaja u Holandiji. Oni su identifikovali njenu statističku značajnost uz pozitivan znak i uticaj na relativne troškove stečaja. Thorburn (2000) je koristila dužinu stečajnog postupka u celini kao varijablu prilikom ispitivanja relativnih troškova stečaja u švedskim aukcijama i utvrdila da je statistički značajna.

U nultom modelu ovog istraživanja ispitana je signifikantnost komplementarne varijable koja meri trajanje faze unovčenja, a to je faza deobe. Nameće se hipoteza da deobi u stečaju koja kraće traje odgovaraju manji relativni troškovi stečaja. Iz prostog razloga što su prethodni poslovi, koji su kompleksniji (poput pripreme imovine i prodaje) već okončani, pa dalje trajanje postupka samo ga poskupljuje. Saglasno tome, moglo bi da se očekuje da i ova varijabla bude statistički značajna, ali sa negativnim predznakom. To se, međutim nije pokazalo u ovom istraživanju. I to zahteva dodatni komentar.

Direktni troškovi stečaja u Srbiji su u velikoj meri uslovljeni mehanizmom nagrađivanja stečajnih upravnika. Naime, nagrade zavise od varijable koja nije u direktnoj vezi sa poslovima koje obavlja stečajni upravnik. U pitanju je tržišna cena imovine firme u stečaju koja se prodaje. Ako je ona visoka, to nije zbog umešnosti njenog unovčenja, nego zbog drugih razloga. Tako se u direktne troškove stečaja ugrađuje jedna važna komponenta koja nije vezana ni za vremensko trajanje postupka, a ni za stečajne aktivnosti koje moraju da se završe. O sistemu nagrađivanja stečajnih upravnika u Srbiji, sa uporednim inostranim iskustvima, pisao je Radulović (2011).

Model 2

U ovaj model uvedena je dodatna varijabla koja opisuje stečajni postupak. Posredi je način unovčenja imovine – da li se prodaja vrši prodajom pravnog lica ili imovine. Može se očekivati, naime, da se prodajom stečajnog dužnika kao pravnog lica ostvaruju uštede u troškovima, jer se prodaja obavlja jednom transakcijom, a istovremeno da se ostvaruju i veći prilivi jer takva transakcija čuva *going concern* višak. Ova varijabla, međutim, nije signifikantna, a pored toga u modelu ima i pozitivan znak, suprotno očekivanju.

Slične rezultate dobio je i Radulović (2011). On navodi dva razloga u objašnjenju zašto ova forma prodaje ne smanjuje troškove: prvo, ona ne smanjuje obim posla stečajnog upravnika, a drugo, njena realizacija često sledi nakon neuspešnih pokušaja prodaje imovine.

Model 2. Učešće direktnih troškova stečaja u prilivima

Hipoteza	Varijable	Beta	t	Sig
(-)	PrVrImLog	-.609	-9.454	.000
(+)	StPok	.139	2.234	.027
(+-)	Svojina	.012	.201	.841
(-)	NacUnovIm	.032	.487	.627
(+)	TrajUnovc	.145	2.362	.019

R	R ²	Df1	Df2	F	Sig.
.601	.361	5	176	19.899	.000

Model je statistički značajan na nivou $p < 0,01$. Ukjučene varijablje objašnjavaju 36,1% varijabiliteta zavisne varijable.

Model 3

Ovaj model, pored varijabli koje opisuju dužnika i sam postupak, koje su se pokazale statistički značajnim u ranijim modelima, uključuje i veštačku varijablu sektor. Međutim, ova varijabla nije signifikantna, a to znači da pripadnost dužnika nekom sektoru nema značajan uticaj na relativne direktne troškove stečaja. Drugim rečima, najznačajnije komponente troškova nisu osetljive na sektorske razlike.

Model 3. Učešće direktnih troškova stečaja u prilivima

Hipoteza	Varijable	Beta	t	sig
(-)	PrVrImLog	-.615	-9.784	.000
(+)	StPok	.138	2.169	.031
(+)	TrajUnovc	.135	2.203	.029
	SektorPolj	.015	.194	.847
	SektorInd	.026	.296	.767
	SektorTrg	-.058	-.701	.484

R	R ²	Df1	Df2	F	Sig.
.605	.366	6	175	16.804	.000

Analiza je pokazala da postoji značajna predikcija i da se 36.6% kriterijuma može predvideti na osnovu navedenih prediktora. Model je statistički značajan na nivou $p < 0,01$.

14. STATISTIKA STEČAJA U SRBIJI SA UPOREDNIM OSVRTOM

U ovom delu rada prikazuje se uporedno statistika stečaja u Srbiji sa raspoloživom za evropske zemlje i SAD. Najpre se prikazuje broj stečajeva u Srbiji, evropskim zemljama i SAD. Zatim se pojava stečajeva prikazuje kao relativan pokazatelj. Najpogodniji takav pokazatelj jeste broj stečajeva u odnosu na broj preduzeća. Potom se sagledava na uporednim osnovama jedan od najvažnijih pokazatelja performansi stečajnih sistema – stopa namirenja poverilaca.

14.1. Statistika stečaja u Srbiji

14.1.1. Broj otvorenih i zaključenih postupaka

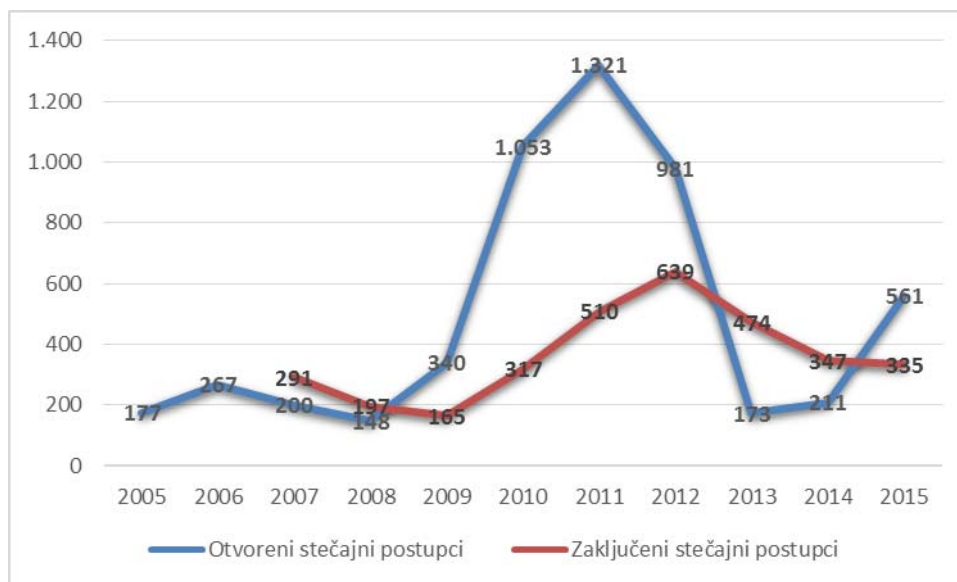
U narednim razmatranjima prikazuje se broj otvorenih i zaključenih postupaka u Srbiji u desetogodišnjem periodu od 2005. do 2015. godine. Otvaranje i zaključenje su najvažniji događaji u stečajnom procesu. Treći događaj je obustava postupka. Međutim,

ovaj događaj je hibridne prirode jer do njega dolazi u dva slučaja: kada se dužnik prodaje kao pravno lice i kada se usvaja plan reorganizacije. Zbog toga ovaj događaj nije predmet daljeg razmatranja.

Tabela 2. Otvoreni i zaključeni stečajni postupci u Srbiji

Godina	Otvoreni	Zaključeni
2005	177	
2006	267	
2007	200	291
2008	148	197
2009	340	165
2010	1.053	317
2011	1.321	510
2012	981	639
2013	173	474
2014	211	347
2015	561	335
2016 (3 meseca)	93	16
Ukupno	5.946	3.291

Izvor: ALSU



Grafikon 1. Otvoreni i zaključeni stečajni postupci: Srbija 2005-2015.

Otvoreni stečajni postupci

Naredna statistika obuhvata generalno stečajne postupke otvorene i vođene po novoj legislativi. Međutim, ona obuhvata i postupke koji su pokrenuti i ranije, ali koji

nisu napredovali, pa su kasnije vođeni po novoj legislativi. Takvih postupaka otvorenih u periodu od 1995. do 1999. godine je bilo 45, a u periodu od 2000. do 2004. godine 376. Ovi postupci su vidljivi u Tabeli 2. samo u zbirnoj cifri, jer su pokrenuti ranijih godina. Postoji razlika između pokretanja i otvaranja stečajnog postupka. Pokretanje znači samo podnošenje predloga, dok otvaranje znači da je predlog za pokretanje stečajnog postupka usvojen.

Godine 2005. godine otvoreno je svega 177 stečajnih postupaka, iako je Zakon o stečajnom postupku počeo da se primenjuje od 2.2.2005. godine. Ovaj mali broj postupaka može da se tumači kao nastavak ranije tendencije male učestalosti otvaranja stečaja. Naredne godine broj otvorenih postupaka je porastao na 267, da bi u naredne dve godine došlo do naglog pada broja postupaka – na 200, respektivno 148. Godine 2009. dolazi više nego do dupliranja broja otvorenih postupaka.

Najveći rast, međutim, zabeležen je u 2010. godini kada je otvoreno 1.053 stečaja. Ovaj rast je očito rezultat primene odredbi o stečaju usled dugotrajne nesposobnosti plaćanja ili odredbi o automatskom stečaju. U periodu od 24.3.2010, kada je počela primena automatskog stečaja, pa do 31.12.2010. godine, stečaj je otvoren (ako je za tim iskazan ekonomski interes) nad firmama koje su neprekidno obustavile plaćanje duže od tri godine. Može se stoga zaključiti da su otvoreni automatski stečajevi u 2010. godini obuhvatili problematična/nelikvidna i nesolventna preduzeća nad kojima nije otvoren stečaj zbog nezainteresovanosti relevantnih aktera – vlasnika i poverilaca.

U 2011. godini broj otvorenih postupaka je porastao na 1.321. Godina 2011. je period u kome su postupci takođe otvoreni na bazi odredbi o automatskom stečaju. Međutim, u 2011. godini automatski stečajevi su pokrenuti nad preduzećima koja su neprekidno obustavila plaćanje duže od dve godine. I ovaj period nelikvidnosti je dugačak, pa se može reći da su i u ovoj godini automatski stečajevi otvoreni nad problematičnim preduzećima, u kojima postupci nisu otvoreni ni voljno od strane vlasnika, niti nevoljno na inicijativu poverilaca.

U 2012. godini otvoren je svega 981 postupak, što je manje nego prethodne. Međutim, valja skrenuti pažnju da je polovinom godine prestalo važenje odredbi o automatskom stečaju, jer su proglašene neustavnim. U periodu od početka godine pa do 12.7.2012. u kome su važile odredbe automatskog stečaja, postupci pri iskazanom interesu za njihovo vođenje, su otvoreni u firmama koje su obustavile plaćanje neprekidno duže od godinu dana.

U 2013. godini dolazi do naglog pada broja otvorenih postupaka na svega 173, što je reda veličine kao i u 2005. godini, kada je nova legislativa počela da se

primenjuje. Godine 2014. broj otvorenih postupaka raste na 211, što predstavlja nezatni rast. Najzad, u 2015. godini otvoren je 561 postupak, što je 2,6 puta više nego prethodne godine. To je godina u kojoj je počela primena izmena stečajne legislative iz 2014. godine. Do 1.4.2016. godine otvoreno je 93 postupka. U celom periodu posmatranja otvoreno je 5.946 postupaka.

Radulović (2014) ukazuje da s obzirom na to da Agencija za licenciranje stečajnih upravnika ne sprovodi nadzor nad postupcima u kojima nije imenovan stečajni upravnik, unapred pripremljeni planovi reorganizacije nisu obuhvaćeni statističkim izveštajima ALSU. To znači da navedeni ukupni broj postupaka ne uključuje unapred pripremljene planove reorganizacije.

Zaključeni stečajni postupci

U periodu od 2005. do 2015. godine zaključen je ukupno 3.291 stečajni postupak. U periodu 2005-07. godine zaključen je 291 postupak. Godine 2008. i 2009. zaključeno je 197, odnosno 165 postupaka. Treba reći da je broj zaključenih postupaka određen, pre svega, dinamikom otvorenih postupaka u ranijim periodima i faktorima koji određuju prosečnu dužinu trajanja postupaka, a manje revnošću i uspešnošću sudova u godini zaključenja. U 2010. godini zaključeno je 317 postupaka, što je skoro duplo više nego prethodne godine. Do daljeg naglog skoka zaključenih postupaka dolazi u 2011. godine, kada ovaj broj doseže 510 postupaka.

Maksimalan broj stečajnih postupaka je zaključen 2012. godine i to 639. To je u skladu sa hipotezom da broj zaključenih postupaka sa izvesnim kašnjenjem prati broj otvorenih postupaka. Ovaj maksimum je, po svemu sudeći, određen maksimalnim brojem otvorenih postupaka iz 2010. i 2011. godine. Naredne tri godine broj zaključenih postupaka znatno pada – na 474 godine 2013, na svega 347 u 2014. godini, i 335 u 2015. godini. Do 1.4. 2016. godine zaključeno je 16 postupaka.

14.2. Insolventnost u evropskim zemljama i SAD

14.2.1. Broj stečajeva

U narednom razmatranju predmet posmatranja su stečajevi u zemljama zapadne Evrope i SAD. Analiza obuhvata 15 zemalja koje su članice EU i dve zemlje nečlanice, a to su Norveška i Švajcarska. Time je obezbeđen obuhvat analize za celu geografsku oblast Zapadne Evrope.

U Tabeli 3. prikazan je broj pokrenutih stečajeva u 17 evropskih zemalja i SAD u periodu od 2003. do 2014. godine. Podaci govore da je broj zahteva za pokretanjem stečaja upućen sudovima u evropskim zemljama sa 155.446 godine 2003. opao na 130.910, godine 2007, a zatim porastao na 189.855 godine 2013., što implicira rast od 45%, ili prosečnu godišnju stopu rasta veću od oko 6,4%. Uočljivo je da u ukupnom broju stečajeva tokom ovog perioda posmatranja dominantno mesto imaju brojke iz Francuske, Nemačke, UK, Italije i Belgije. U 2013. godini od ukupno 189.855 stečajeva 60.980 je bilo registrovano u Francuskoj, 26.120 u Nemačkoj, 16.021 u UK, 14.272 u Italiji i 11.739 u Belgiji. Na početku perioda učešće stečajeva pokrenutih u Nemačkoj je bilo znatno veće, a u Francuskoj manje.

Tabela 3. Stečaj u evropskim zemljama i SAD

ZEMLJA	2003	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Austrija	5.643	6.362	6.500	7.076	6.657	6.194	6.266	5.626	5.600
Belgija	7.593	7.678	8.476	9.382	9.570	10.224	10.587	11.739	10.736
Danska	2.506	2.401	3.709	5.710	6.461	5.468	5.456	4.993	4.049
Finska	2.769	2.254	2.612	3.275	2.864	2.944	2.956	3.131	2.954
Francuska	38.296	42.532	49.723	53.547	51.060	49.506	59.556	60.980	60.548
Nemačka	39.470	29.150	29.580	32.930	32.060	30.120	28.720	26.120	24.030
Grčka	480	524	359	355	355	445	415	392	330
Irska	346	363	773	1.406	1.525	1.638	1.684	1.365	1.164
Italija	16.000	5.518	6.498	8.354	10.089	10.844	12.311	14.272	16.101
Luksemburg	655	680	590	698	918	961	1.033	1.016	845
Holandija	6.386	4.602	4.635	8.040	7.211	6.176	7.373	8.375	6.645
Norveška	5.223	2.845	3.637	5.013	4.435	4.355	3.814	4.564	4.803
Portugal	2.980	2.123	3.267	4.450	5.144	6.077	7.763	8.131	7.200
Španija	646	880	2.528	4.984	4.845	5.910	7.799	8.934	6.392
Švedska	7.099	5.791	6.298	7.892	7.546	7.229	7.737	7.701	7.158
Švajcarska	4.539	4.314	4.222	5.215	6.255	6.661	6.841	6.495	5.867
UK	14.815	12.893	16.268	19.908	17.468	18.467	17.765	16.021	15.240
UKUPNO	155.446	130.910	149.675	178.235	174.463	173.219	188.076	189.855	179.662
USA	35.037	28.322	43.546	60.837	56.282	47.806	40.075	26.983	24.735

Izvori: Corporate Insolvencies in Europe 2007/08 – 2014/15, Creditreform Economic Research Unit, www.creditreform.com; U.S. Bankruptcy Courts Business and Nonbusiness Cases Commenced, by Chapter of the Bankruptcy Code, <http://www.uscourts.gov/statistics/table/f-2-/bankruptcy-filings/>

Uočljivo je da je u Španiji broj stečajeva porastao više od 13,8 puta u posmatranom periodu, sa 646 u 2003. na 880 u 2007. godini i na 8.934 u 2013. godini.

Međutim, to je samo deo demografije preduzeća u Španiji, jer u periodu posmatranja likvidacijom je ugašen veliki broj preduzeća. Španija je jedna od zemalja koja je bila najviše pogođena krizom spoljnog duga i u kojoj je broj stečajeva najviše porastao. U Portugalu broj stečajeva je porastao za više od 3,8 puta: sa 2.123 u 2007. godini, kada je bio najniži, broj je porastao na 8.131 u 2013. godini. U Italiji od 2006. godine je promenjena statistika pa više nije uključila ispostave firmi. Međutim, posle toga broj stečajeva je skoro utrostručen, sa 5.518 u 2007. broj pokrenutih stečajeva je povećan na 16.101 u 2014. godini.

Grčka je zaseban slučaj koji zahteva posebno tumačenje. Relativno mali broj stečajeva u ovoj zemlji se objašnjava time što uključuje samo ona preduzeća koja su trenutno registrovana kao insolventna. Znatno veći broj zahteva za pokretanje stečaja (721 u 2012. i 882 u 2011. godini) nije rešen, što govori da taj deo stečajnog procesa funkcioniše sporo. U Grčkoj, kao i u Španiji, stečajevi imaju samo mali udeo u gašenju preduzeća.

Na ovom mestu valja učiniti jednu napomenu koja bliže određuje značenje termina *likvidacija*, *gašenje* i *stečaj* preduzeća. Likvidacija je mehanizam gašenja preduzeća kada vlasnik proceni da više nema svrhe postojanje preduzeća. To je postupak propisan zakonom koji ima prevashodnu svrhu da zaštiti poverioce. Ako je preduzeće likvidno, likvidator namiruje poverioce i gasi firmu. Ako, pak, nije solventno, likvidacija prerasta u stečaj koji je komplikovaniji mehanizam primeren insolventnosti. U stečaju, pak, se ne gase sva preduzeća. Pojedina preduzeća u procesu stečaja, ozdrave, pa se zato između stečaja i gašenja preduzeća nikad ne stavlja znak jednakosti.

Holandija je zemlja koja je 2012. i 2013. godine imala dvocifreni rast pokrenutih stečajeva. Za ovu zemlju je posebno uočljiv rast broja stečajeva sa 4.635 u 2008. godini na 8.040 u 2009. godini, što znači skoro dupliranje broja i smirivanje u narednim godinama na relativno visokim nivoima. To govori da „infekcija stečajevima“ nije bila ograničena samo na periferne zemlje sa juga Evrope, nego da se širila i na neke od zdravih i zrelih privreda. Obrazac širenja stečaja u Holandiji je karakterističan za razvijene zemlje. Smanjenje cena nekretnina slabi privredu i povećava broj stečajeva. U ranijim periodima, rastuće cene nekretnina su vukle ovu privredu.

Nemačka je zemlja u kojoj se ispoljava skoro stalno smanjenje broja pokrenutih stečajeva. Najmanji broj zabeležen je 2014. godine, svega 24.030, a najveći 39.470

godine 2003. Podaci ne iznenađuju uzimajući u obzir snagu i stabilnost ove privrede. To, već nije slučaj u Francuskoj, gde se može uočiti relativno visok rast u prvom delu posmatranog perioda i to sa 38.296 u 2003. godini na 53.547 u 2009. godini, što je rast od skoro 40%. U UK je broj stečajeva sa 12.893 u 2007. godini porastao na 19.908, godine 2009. da bi posle skoro kontinuelno opadao.

U posmatranom periodu najmanje stečajeva u SAD pokrenuto je 2007. godine, svega 28.322, a najviše 2009. godine 60.837. U narednoj 2010. godini pokrenuto je 56.282 i 47.806 u 2011. godini. Tek se u 2013. godini broj pokrenutih stečajeva približio brojkama iz predkriznog perioda. I u ovom kratkom periodu statistika korporativnog stečaja u SAD ispoljava velike promene, koje su još izraženije u dužoj perspektivi. Naime, u SAD je 80-ih i 90-ih godina XX veka otvoreno znatno više korporativnih stečajeva, u nekim godinama čak i duplo više nego u predkriznom periodu. Zbog toga su Lawless i Warren (2005) izrazili sumnju u „hipotezu“ nestanka korporativnog stečaja u SAD i otvorili ozbiljnu debatu o validnosti stečajne statistike.

14.2.2. Dinamika i talasi stečajeva

Talasi insolventnosti iziskuju detaljnije tumačenje. Naime, u većini zemalja se može utvrditi bliska veza između faze poslovnog ciklusa i broja pokrenutih stečajeva. Generalno, neophodan je rast privrede od 2 do 3% da bi se zadržao dalji rast broja stečajeva. Drugim rečima, postoji vrlo visoka elastičnost insolventnosti na pad privredne aktivnosti. Smanjenje stope rasta GDP od 1% implicira rast stečajeva za 5% do 10% (Euler Hermes, 2009). Usporavanje rasta privreda posle 2008. godine, ispod nivoa koji je neophodan da zadrži stabilan nivo insolventnosti, bilo je praćeno svebuhvatnim zaokretom u trendu stečajeva, koji je vidljiv u Tabeli 3.

Na dug rok pojedine zemlje imale su vrlo različite stope rasta koje su rezultirale različitim dugoročnim trendovima stečaja. Od 1991. do 2005. godine, broj stečajeva je smanjen za polovinu u SAD i UK, ali je ostao stabilan u Francuskoj, dok je porastao u Nemačkoj. U istom periodu rast u SAD je u proseku iznosio 3,3%, u UK 2,8%, u poređenju sa 1,9 u Francuskoj i 1,3% u Nemačkoj (Euler Hermes, 2009).

Posle 2008. godine neki posmatrači su uočili manju zavisnost broja stečajeva od privrednog ciklusa. To se posebno odnosi na Nemačku posle 2010. godine. Uprkos

promenljivim stopama rasta, broj stečajeva se kontinuelno smanjivao. Po kalkulacijama Euler Hermes, kuće koja se bavi praćenjem stečajeva, bilo je potrebno 2% rasta GDP da bi se insolventnost održala na istom nivou između 2000-2008. godine. Između 2008. i 2013. godine potreban rast je bio svega 1% u Francuskoj, a samo 0,5% u Nemačkoj (Wetter & Kohler, 2014).

Pored cikličnih fluktuacija na velike varijacije u broju stečajeva utiču i promene u regulativi koje se odnose na otvaranje novih firmi, zbog većeg rizika insolventnosti kod novih preduzeća. Naravno, i promene u stečajnoj legislativi doprinose varijaciji broja stečajeva.

14.3. Relativna učestalost stečaja

14.3.1. Stope insolventnosti u Srbiji

Pored broja pokrenutih i zaključenih stečajnih postupaka od značaja je i njihova učestalost. A pokazatelj relativne učestalosti stečaja je stopa insolventnosti, odnosno broj pokrenutih postupaka na 100 preduzeća. Vrlo često se učestalost stečaja iskazuje i preko njihovog broja na 10.000 preduzeća. Posredi je isti podatak izražen na različit način.

U narednoj tabeli su kombinovani podaci o otvorenim stečajevima u Srbiji sa brojem preduzeća, da bi se dobila dva pokazatelja relativne pojave stečaja. Jedan pokazatelj je stopa insolventnosti, a drugi broj stečajeva na 10.000 preduzeća.

U računanju broja preduzeća u Srbiji korišćeni su podaci iz godišnjih izveštaja Agencije za privredne registre (APR) o poslovanju privrede. Uzet je broj preduzeća koja predaju bilanse. Inače, ukupan broj preduzeća koja deklarišu obavljanje privredne aktivnosti je veći. U ovoj analizi predaja bilansa APR smatra se relevantnim indikatorom stvarne aktivnosti. Relaciju između ukupnog broja registrovanih preduzeća i onih koje predaju bilanse ilustrujemo brojkama za 2013. godinu. Prema podacima APR, privrednu aktivnost je obavilo 115.613 privrednih društava, a finansijske izveštaje je podnelo njih 95.133 ili 82,3%. Pri tome, Agencija je obradila samo 94.362 izveštaja, pošto je u preostalima bilo neispravnosti.

Tabela 4. Relativna učestalost stečaja u Srbiji

Godina	Broj otvorenih stečajeva	Broj preduzeća	Stope insolventnosti (%)	Broj stečaja na 10.000 preduzeća
2005	177	81.512	0,22	21,7
2006	267	81.168	0,33	32,9
2007	200	88.483	0,23	22,6
2008	148	92.832	0,16	15,9
2009	340	96.919	0,35	35,1
2010	1.053	96.251	1,09	109,4
2011	1.321	92.974	1,42	142,1
2012	981	93.944	1,04	104,4
2013	173	95.133	0,18	18,2
2014	211	96.352	0,22	21,9

Izvor: ALSU i APR.

Podaci govore da su stope insolventnosti samo u tri godine premašile vrednodnost od 1%. U ostalim godinama odgovarajuće vrednosti ne prelaze 0,35%. Drugim rečima, samo u periodu od 2010. do 2012. godine, kada su na snazi bile odredbe automatskog stečaja, Srbija je prema relativnom učešću otvorenih stečajnih postupaka prema ukupnom broju preduzeća dostigla nivo prisutan u pojedinim razvijenim stečajnim sistemima u EU. Dok je na 10,000 registrovanih privrednih društava u 2012. godini bilo 104,4 otvorenih postupaka, u 2013. godini taj broj je smanjen samo na 18,2 otvorenih postupaka.

14.3.2. Stope insolventnosti u evropskim zemljama

Broj i dinamika pokrenutih stečajeva govori mnogo o ovom fenomenu, ali daleko veću ekplanatornu vrednost ima relativni pokazatelj – učestalosti stečaja. To je relativna insolventnost, odnosno broj pokrenutih stečajnih postupaka u odnosu na broj preduzeća. U narednoj Tabeli 5. prikazane su relativne mere nesolventnosti u istim

evroskim zemljama iskazane preko broja pokrenutih stečajeva na 10.000 preduzeća u pet godina.

Prosečan broj pokrenutih stečajeva na 10.000 preduzeća u ovim zemljama se kreće od 67 u 2007. godini, do 83 u 2008. godini, pa do 70 godine 2012. U preostalim godinama prosečna vrednost broja stečajeva na 10.000 preduzeća je relativno stabilna – 68.

Tabela 5. Učestalost stečajeva u evropskim zemljama

Država/godina	2012	2011	2010	2008	2007
Grčka	5	5	7	6	7
Španija	24	18	14	7	3
Italija	27	26	24	18	13
Švedska	73	68	72	108	92
UK	77	81	69	76	82
Norveška	78	90	93	142	90
Portugal	81	57	47	40	27
Irska	85	82	75	82	31
Holandija	85	81	87	103	87
Nemačka	89	84	89	96	90
Francuska	92	94	102	215	166
Finska	93	94	89	107	95
Švajcarska	121	118	123	113	93
Belgija	138	132	160	115	110
Austrija	154	152	163	224	240
Danska	182	182	207	149	131
Luksemburg	339	316	321	233	256
Prosek	70	68	68	83	67

Izvor: Corporate Insolvencies in Europe 2007/08 – 2014/15. Creditreform

Zemlja s najvećom relativnom učestalošću stečajeva je Luksemburg sa preko 300 stečajeva na 10.000 preduzeća u tri poslednje godine posmatranog perioda i sa prvim rangom u svim posmatranim godinama. Visok skok je primetan u 2010. u odnosu na 2008. godinu. Relativno visoke stope imaju i Danska i Austrija s brojem stečajeva na

10.000 preduzeća znatno iznad 100, ali samo u retkim godinama – preko 200. Belgija i Švajcarska, imaju, takođe, visoku relativnu učestalost stečajeva, ali sa vrednošću pokazatelja u blizini vrednosti 100. Sve ostale zemlje imaju manje od 100 stečajeva na 10.000 preduzeća u skoro svim posmatranim godinama.

Iznenaduje podatak da najnižu stopu ima Grčka s manje od 10 stečaja na 10.000 preduzeća. Niske stope imaju i Španija, kao i Italija, u zoni od 3 do 27, uz očitu tendenciju rasta ovog pokazatelja. Portugal je zaseban slučaj. U ovoj zemlji broj stečajeva na 10.000 preduzeća je porastao sa 27 u 2007. godini na 81 u 2012. godini. To su zemlje koje se suočavaju sa velikim finansijskim teškoćama.

Nameće se utisak – bar na prvi pogled, da ne postoji direktna veza između oštine finansijskih problema zemalja i relativne učestalosti stečaja. Ali u igri su i drugi faktori koji moraju da se uzmu u obzir da bi se slika kompletirala. Ove zemlje imaju relativno veliki broj preduzeća, naročito u sektorima usluga i trgovine i ovaj broj doprinosi relativno niskoj učestalosti stečaja. Tako da broj preduzeća koji posluje u Nemačkoj (oko 3,2 miliona) je skoro isti kao u Španiji. U Italiji ima oko 4,2 miliona preduzeća, dok u Luksemburgu svega oko 30.000.

Kao posebna grupa izdvajaju se Nemačka i Holandija, zemlje u kojima se pokazatelj relativne insolventnosti kreće u rasponu između 80 i 90, sa izuzetkom samo u 2008. godini. I u Ujedinjenom Kraljevstvu relativni pokazatelj insolventnosti pokazuje stabilnost, ali na nešto nižem nivou od 69 do 82. U Francuskoj – zemlji sa najvećim brojem stečajeva, pokazatelj ispoljava znatno veću nestabilnost. Pokazatelj najpre raste sa 166 na 215 u 2008. godini, sa finansijskom krizom, a zatim naglo opada na 102 godine 2010. I zadržava se na nivou od oko 90 u narednim godinama.

Ono što se da primetiti jeste da su stope insolventnosti vrlo stabilne iz godine u godinu. Zemlje koje su imale broj stečajeva veći od 100, godine 2007, po pravilu imaju i 2012. godine. Njihovi rangovi uglavnom ostaju nepromenjeni. Isto tako, i zemlje koje su imale manje od 30 stečajeva na 10.000 preduzeća 2007. godine, imale su i 2012, a rangovi su im uglavnom ostali nepromenjeni.

14.4. Stopa namirenja kao sintetički indikator efikasnosti

Stope namirenja su sintetički indikator efikasnosti stečajnog procesa. Zbog toga se i koriste u empirijskim istraživanjima za sagledavanje efikasnosti pojedinih stečajnih postupaka, kao i stečajnih sistema u celini. Postoje dve vrste analiza koje se sprovode uz pomoć stopa namirenja poverilaca.

Jedna se sprovodi za poređenje namirenja po pojedinim postupcima u okviru nacionalnih stečajnih sistema. Takva je, na primer, studija koju su sproveli Bris et. al. (2006) kojom su uporedili razlike u stopama namirenja između reorganizacije i likvidacije u SAD. Slična je i studija koju su sproveli Blazy et.al. (2011) upoređujući stope namirenja između pojedinih postupaka u Francuskoj i UK.

Druga vrsta analize implicira generalnu ocenu efikasnosti stečajnih sistema preko stopa namirenja. Takva je studija koju su sproveli Davidenko i Franks (2008) u kojoj su poredili efikasnost stečajnih okvira Francuske, Nemačke i Velike Britanije.

Uvažavajući gornje okvire nameće se zaključak da naše istraživanje nema istu orijentaciju, niti obuhvat. Komparativna analiza koja sledi ima za cilj da ukaže, pre svega, na njegove domete i da postavi čvrste okvire interpretacije prezentiranih nalaza. Ovaj rad kombinuje elemente i jednog i drugog pristupa. Krajnji obuhvat je nacionalni okvir, mada je uži od uobičajenog jer ne analizira namirenje u reorganizaciji. Međutim, razmatra alternative namirenja u bankrotstvu – prodaju imovine i prodaju samog dužnika kao pravnog lica. Sa druge strane, pak, istraživanje ima za cilj i interpretaciju empirijskih nalaza iz perspektive efikasnosti stečajnog sistema u Srbiji.

14.4.1. Uporedna efikasnost stečajnih sistema merena stopama namirenja

U ovoj klasi istraživanja posebno mesto ima istraživanje koje su sproveli Blazy et.al. (2010) i ono je značajno po konkretnim nalazima, ali još više po metodološkim implikacijama. Analizirajući stope namirenja autori su istražili u kojoj meri u stečaju može da se očuva vrednost za poverioce. Analizu su sproveli na uporednoj osnovi i ona je uključila Francusku, Nemačku i UK.

Studiju su sproveli na jedinstvenom uzorku 900 postupaka koji su u tri zemlje vođeni u periodu 1993-2005. godine. Ispitali su stope namirenja različitih klasa

poverilaca i opšte stope namirenja. Da bi se uporedile strukture potraživanja između zemalja i stope namirenja kreditori su grupisani u tri grupe: preferirani (*senior*); nepreferirani (*junior*); i oni koji obezbeđuju “novi novac” (*new money*). Potraživanja preferiranih (*senior*) kreditora obuhvataju i obezbeđena.

Glavni nalaz studije je da postoje vrlo velike razlike u stopama namirenja između postupaka i zemalja. A najintragantniji rezultat je da su globalne stope namirenja (*global recovery rates*) u Francuskoj i Nemačkoj sličnog reda veličine 20,67%, odnosno 21,46%, što je mnogo više nego stopa namirenja u UK od svega 13,82%. To je suprotno ranijoj intuiciji koja je upućivala da stečajni sistem u UK koji je naklonjen kreditorima bi trebalo da obezbeđuje veću zaštitu, a samim tim veće namirenje kreditora.

Prvo pitanje koje se nametalo bilo je da li se ove razlike u globalnim stopama namirenja i po klasama mogu pripisati samo efikasnosti pojedinih stečajnih sistema. A da bi objasnili razlike autori su postavili tri hipoteze. Prva hipoteza se tiče kvaliteta imovine na početku stečajnog postupka. Ako firme ulaze u stečaj u boljem stanju, kreditori bi trebalo da se namire u većoj meri. Druga hipoteza se tiče strukture obaveza. Ako je učešće obezbeđenih potraživanja u ukupnim veće, kreditori bi, takođe, trebali da se namire u većoj meri. Treća hipoteza jeste da i sami postupci mogu da kreiraju vrednost, jedni više od drugih. Prvu hipotezu autori su testirali analizom kvaliteta imovine na početku stečajnog postupka, a drugu analizom strukture obaveza; treća je testirana rezidualno.

U narednoj Tabeli 6. prikazane su relevantne strukture potraživanja, stope pokrića, kao i stope namirenja po pojedinim zemljama.

Tabela 6. Struktura potraživanja, stope namirenja i stope pokrića – Francuska, Nemačka i UK

Država/ob	Potraživanja - preferirani kreditori (<i>senior</i>)		Potraživanja - nepreferirani kreditori (<i>junior</i>)		Potraživanja - novi novac (<i>new money</i>)		Stopa pokrića %	Opšte stope namirenja
	Učešće %	Stopa namirenja %	Učešće %	Stopa namirenja %	Učešće %	Stopa namirenja %		
Francuska	56,19	35,28	41,63	5,82	2,18	53,34	74,0 53,0	20,67
Nemačka	9,81	76,71	81,02	10,1	9,48	78,58	27,38	21,46
UK	23,24	30,84	74,18	6,03	2,58	99,75	17,4 31,4-36,3	13,82

Izvor: Blazy et. al. (2010)

Iz Tabele 6. vidljivo je da je učešće potraživanja preferiranih kreditora najveće u Francuskoj 56,19%, potom u UK 23,24%, a najmanje u Nemačkoj, samo 9,81%. Sasvim je suprotna situacija s potraživanjima nepreferiranih kreditora. Njihovo učešće je najveće u Nemačkoj 81,02%, nešto manje u UK 74,18%, a najmanje u Francuskoj svega 41,63%. Novi novac ima relativno malo učešće u strukturi obaveza u sve tri zemlje.

Sledeće pitanje koje se nametalo bilo je da li stanje imovine firmi koje su ušle u stečaj može da objasni razlike u stopama namirenja. Da bi ispitali ovaj aspekt autori su izračunali stope pokrića kao odnos između vrednosti imovine na početku postupka i priznatih obaveza za svaki postupak. Podaci su ukazali na vrlo velike razlike u stopama pokrića po zemljama. Najveća je bila za francusku reorganizaciju 74,0%, a bila je velika i za francusku likvidaciju 53,0%, naročito u poređenju sa Nemačkom gde je njena agregatna vrednost iznosila samo 27,38%, dok su za UK vrednosti iznosile 17,4% za likvidaciju i od 31,4-36,3% za ostale postupke. Prema tome, nameće se zaključak da je imovina francuskih firmi prilikom ulaska u stečaj bila kvalitetnija, odnosno da su francuske firme u stečaj ušle u boljem stanju. I to može da objasni veće stope namirenja u Francuskoj. Uzimajući sve to u obzir autori ipak ostavljaju mogućnost da UK sistem i dalje može da bude efikasniji.

Analiza stopa pokrića potkrepljena je ekonometrijskom analizom da bi se precizno testirala hipoteza o razlikama u stopama namirenja i obezbedila korektna interpretacija rezultata. Za testiranje tri hipoteze korišćena je regresiona analiza koja je omogućila ispitivanje razlika u stopama namirenja kada se kontrolišu kvalitet imovine i struktura obaveza. Preciznije, tražio se odgovor na pitanje da li razlike u stopama namirenja između zemalja i postupaka ostaju i kada se kontrolišu varijable stopa namirenja i struktura obaveza. Ako bi postojale, preostale razlike bi mogle da se pripišu efikasnosti stečajnih sistema pojedinih država, ili postupaka, ili njihovoj sposobnosti da u stečaju čuvaju i stvaraju vrednost.

Analiza pokazuje da kada se kontrolišu pomenute dve varijable, više ne mogu da se opažaju veće stope namirenja za Francusku u odnosu na UK. Međutim, one ostaju za Nemačku. Prema tome, hipoteza o efikasnosti stečajnog sistema, odnosno o njegovoj sposobnosti da čuva i stvara vrednost u stečaju je relevantna samo u odnosu na nemački stečajni sistem. Ni kada su kontrolisali druge varijable, autori nisu mogli da nađu veće

stope namirenja za UK u odnosu na Francusku, na šta su ukazale druge studije. Posebno, Davydenko i Franks (2008) koji su bili usredsređeni na banke kao poverioce. U njihovoj studiji je ocenjeno da je namirenje veće u UK nego u Francuskoj.

Prema tome, veće stope namirenja u Francuskoj i Nemačkoj mogu da se objasne dvojako. S jedne strane, boljim kvalitetom imovine firmi iz Francuske kada ulaze u stečaj. S druge strane, strukturom obaveza firmi iz Francuske u kojoj veliko učešće imaju potraživanja preferiranih kreditora. Kada se kontrolišu ove varijable, regresija pokazuje da opšta stopa namirenja u Francuskoj nije veća nego u UK. Međutim, posle kontrole ovih varijabli, opšta stopa namirenja poverilaca u Nemačkoj i dalje je ostala viša. Stoga, ona se ne može pripisati gornjim faktorima, a ni drugima, nego efikasnosti stečajnog sistema ili njegovoj sposobnosti da čuva i stvara vrednost u postupcima.

Prema tome, stope namirenja ne zavise samo od efikasnosti pojedinih stečajnih postupaka i stečajnih sistema. One zavise i od drugih objektivnih faktora kao što je stanje imovine dužnika prilikom ulaska u stečaj ili struktura potraživanja. Tek kada se ove varijable kontrolišu, razlike u stopama namirenja između postupaka i sistema mogu da se pripisuju njihovoj efikasnosti.

Drugim rečima, stope namirenja poverilaca zavise, pre svega, od pravovremenosti pokretanja stečaja. I stoga stepen namirenja poverilaca može da se posmatra ne samo iz perspektive *ex post* efikasnosti stečajnog procesa nego i kao aproksimacija pravovremenog pokretanja stečaja. Ako se stečaj ne pokrene blagovremeno, pa dođe do velike erozije imovine, stečaj – ma kako bio efikasan, ne može doprineti očuvanju vrednosti za poverioce.

U ovom istraživanju ciljevi su postavljeni skromnije; ne sagledava se direktno ni efikasnost postupka, a ni sistema. Sagledavaju se samo faktori koji određuju stope namirenja pojedinih klasa poverilaca. U ovom kontekstu *ceteris paribus* okvir regresione analize ukazuje na one varijable koje, pri kontroli onih koje mogu da odrede stope namirenja, doprinose povećanju i smanjenju stopa namirenja kao indikatora efikasnosti stečajnog procesa.

Analiza sprovedena u ovom radu zasniva se na stopi prosečnog pokrića od 42,8%, koja je relativno visoka zbog prilično visokih procena koje se praktikuju u našim uslovima. One su visoke možda i zbog toga što se početna cena na aukcijama formira na polovini te vrednosti. U praksi *ex post* može se konstatovati da su prilikom unovčenja imovine ostvarene znatno manje vrednosti od procenjenih. To i jeste glavni razlog niskih stopa namirenja svih klasa poverilaca u ovom uzorku, osim prioriternih.

Niske stope namirenja nisu karakteristične samo za ovaj uzorak preduzeća u Srbiji. I opšte stope namirenja u razvijenim tržišnim privredama na istraživačkim uzorcima nisu visoke; naprotiv (Blazy et.al. 2010). U poređenju sa ovim, u uzorku istraživanja koje je sproveo Radulović (2011) stope pokrića u Srbiji su bile na višem nivou. Pored toga, kriza iz 2008. nije zahvatila ceo period posmatranja, što je i dodatni razlog većih stopa namirenja na tom uzorku.

14.4.2. “Okidač“ stečaja ili optimalni tajming stečaja

U empirijskim istraživanjima stope namirenja se koriste kao sintetički pokazatelj efikasnosti pojedinih postupaka, a i stečajnih sistema. Međutim, na efikasnost postupaka i sistema mogu da deluju i drugi faktori, i zbog toga se prilikom ocene efikasnosti na bazi stope namirenja vodi računa o ovim faktorima i kontroliše njihovo dejstvo.

Ovaj metodološki uvid kao relevantno nameće pitanje da li su izmerene stope namirenja na uzorku i valjan pokazatelj (ne)efikasnosti stečajnog sistema Srbije. Odgovor jeste da su stope namirenja sintetički izraz stanja firmi kada su ušle u stečaj, i drugih njihovih karakteristika poput stepena obezbeđenja potraživanja i efikasnosti stečajnog sistema. Izrazito niske stope pokrića (naročito one koje su merene *ex post* po prodaji imovine na osnovu ostvarenih cena) ukazuju da je stanje firmi u uzorku primarna determinanta stopa namirenja, a efikasnost stečajnog sistema tek sporedan faktor. I to ukazuje da pažnju valja usredsrediti na pitanje kako je u sistemu rešeno pitanje „okidača“ stečaja ili njegov optimalni tajming.

Postoje dva pristupa endogenizaciji tajminga stečaja. Ona impliciraju inkorporiranje ove odluke u stečajni sistem. Ako se ne endogenizuje, ova važna odluka ostaje van okvira stečajnog procesa i prepušta se akterima i njihovim interesima za pokretanje stečaja.

Jedan pristup endogenizaciji jeste preko ekonomskih podsticaja. On podrazumeva da se vlasnicima i rukovodstvima obezbeđuju povoljni uslovi i nakon pokretanja stečaja, kako bi svojom voljom pokrenuli stečaj blagovremeno – kada su izgledi ozdravljenja sasvim dobri. Ključni element ovog pristupa su ekonomski podsticaji koji se ugrađuju u legislativu.

Drugi pristup se zasniva na kaznama, ako se stečaj ne pokrene čim nastupi insolventnost. Trenutak insolventnosti je izuzetno važan jer signalizira kada se vlasnički

kapital približava nuli. Zbog toga, mnoga zakonodavstva u trenutku insolventnosti preusmeravaju odgovornost direktora prema kreditorima, jer dalji nastavak poslovanja takvih firmi, pre svega, izaziva gubitke kreditorima. To se čini njihovim obavezivanjem da pokrenu stečaj, pod pretnjom materijalne odgovornosti za izazvanu štetu. Time se obezbeđuje blagovremeno pokretanje stečaja i isključuje mogućnost da firme duboko skliznu u insolventnost.

U modernim legislativama stečaja postoje dva testa insolventnosti. Jedan je *cash-flow* test koji se svodi na obustavu i nemogućnost plaćanja, a drugi je knjigovodstveni test koji se svodi na procenu i upoređenje vrednosti imovine sa vrednošću obaveza. Prvi test je jednostavniji jer je po svojoj prirodi automatski. Drugi je mnogo komplikovaniji jer iziskuje procene koje uvek sadrže i elemente subjektivnosti.

U praksi ova dva testa insolventnosti kao okidači stečaja funkcionišu različito. U sistemima gde postoji fiducijarna odgovornost rukovodstva prema kreditorima u trenutku insolventnosti, obustava plaćanja je delotvoran „okidač“ stečaja. I zbog interesa poverilaca da pokrenu stečaj a, pre svega, zbog reakcije rukovodstva koja pokretanjem stečaja izbegavaju odgovornost. U sistemima gde nema fiducijarne odgovornosti, test obustave plaćanja kao jedini indikator insolventnosti, međutim, nije valjan „okidač“ stečaja. Ako kreditori nemaju interes da promptno pokrenu nevoljni stečaj, preduzeća mogu dospeti u zone velike insolventnosti, pre nego što se stečaj pokrene.

U Srbiji je na delu upravo takav sistem. U odsustvu fiducijarne odgovornosti prema kreditorima i odgovarajućih sankcija za rukovodstva i pri malim podsticajima poverilaca da pokrenu nevoljni stečaj, preduzeća u kojima se sprovodi bankrotstvo, u stečaj ulaze u visokim zonama insolventnosti. U takvom sistemu obustave plaćanja (zbog nemogućnosti plaćanja) mogu da traju dugo, pa skoro da može i da se zaključi da odluka o tajmingu stečaja uopšte nije endogenizovana. To znači da je prepuštena poveriocima. I to je moguća opcija, jer i oni imaju moćne mehanizme zaštite svojih interesa. Kreditorima su dostupni mehanizmi obezbeđenja potraživanja i restriktivne klauzule u ugovorima, koje omogućavaju monitoring dužnika. Dobavljači imaju jednostavnije mehanizme, ali i oni mogu da budu delotvorni: obustavu isporuka ili avansna plaćanja. U Srbiji, međutim, ni ovi mehanizmi nisu delotvorni kao u zemljama sa razvijenijim institucijama. Zasižno da i ovi faktori objašnjavaju loše stanje preduzeća koja dospevaju u bankrotstvo.

ZAKLJUČAK

Ovaj rad prevashodno je usredsređen na istraživanje efikasnosti stečajnog režima u Srbiji. S obzirom na složenost problema, istraživanje obuhvata razmatranje širih teorijskih koncepata i empirijskih nalaza. Istraživački okviri podrazumevaju elaboraciju teorijskih pristupa stečaju, kao ekonomskog i legalnog fenomena, kao i sistematizaciju i uopštavanja odgovarajućih rešenja – uporednom analizom relevantnih svetskih iskustava vezanih za stečajni proces.

Stečajni sistem u SAD ima posebno mesto u ovoj analizi, iz više razloga. Prvi je što služi kao svojevrsan obrazac u koncipiranju stečajnih sistema u svetu. U tom pogledu je naročito interesantno Poglavlje 11 koje uređuje reorganizaciju, a koja se kao posebno atraktivno rešenje za spašavanje firmi u finansijskim nevoljama, uvodi u sve više stečajnih sistema u svetu. Stečajni sistem SAD je u fokusu istraživača i zbog toga što doživljava kontinuirane promene, koje su predmet najsofisticiranije teorijske i empirijske analize. To potvrđuje primer stečajne reorganizacije. Stečajni sistem ove zemlje je interesantan istraživačima i iz istorijske perspektive, koja nekad govori rečitije od savremene perspektive. U tom kontekstu posebna pažnja posvećena je instituciji *equity receivership*, preteči savremene stečajne reorganizacije.

Teorija strukture kapitala je nezaobilazna za potpunije razumevanje stečaja. Bez zaduživanja, zapravo, nema stečaja. Najjednostavniji pristup problemu izbora između duga i vlasničkog kapitala, kao relevantne uzima samo dve varijable: cenu izvora finansiranja i njegov rizik. To je analitički okvir tradicionalne teorije strukture kapitala. Validnost njenih nalaza, međutim, prvi su doveli u pitanje Modigliani i Miller.

Nalazi Modigliani Miller iz modela sa korporativnim porezima su jedan od ključnih elemenata danas dominantne *tade-off* teorije strukture kapitala. Ona poreskim koristima duga suproavlja troškove finansijskih nevolja i stečaja. Savremeni poreski sistemi favorizuju dug u odnosu na trajni kapital, pošto su kamate odbitna stavka prilikom oporezivanja dobiti. Pošto dug služi kao svojevrsni poreski „štit“, firmama je isplativo dodatno zaduživanje. Međutim, ovu pogodnost nije moguće koristiti neograničeno, jer veći levridž povećava izgled finansijskih nepravilnosti i stečaja. A stečaj

je sa stanovišta dužnika skup, pa oni vode računa o ovim troškovima prilikom zaduživanja. Zapravo, oni prilikom izbora strukture kapitala balansiraju između poreskih koristi duga i troškova finansijskih nevolja i stečaja koji su prateća pojava visoke zaduženosti.

Trade-off teorija strukture kapitala pruža normativni okvir za korišćenje prednosti duga, ali samo do one mere koja isključuje mogućnost da troškovi finansijskih nevolja i stečaja budu veći od koristi duga. Varijanta sa poreskim koristima duga i troškovima stečaja predstavlja samo rudimentarni oblik statičke *trade-off* teorije strukture kapitala. Ona je sagledana i u široj verziji koja uključuje i agencijske troškove. Jedan od ključnih agencijskih troškova visokog duga su izvitopereni investicioni podsticaji, koji su nezaobilazni element prilikom koncipiranja stečajnih sistema.

Pored teorije strukture kapitala, kao nezamenljiva podloga u realizaciji primarnog cilja ovog istraživanja poslužili su i predlozi za unapređenje stečaja. Oni su dragoceni ne samo zbog rešenja koja nude, već i zbog toga što svojom analitičkom osnovom osvetljavaju kritične tačke/slabosti postojećih stečajnih sistema. Među ovim predlozima najdalekosežnije implikacije ima predlog zamene reorganizacije – aukcijama. Predlozi uvođenja tržišnih mehanizama u stečajnu reorganizaciju, kako bi se njima „cenkanje“ među učesnicima stečajnog procesa zamenilo objektivnijim mehanizmima, su manje dalekosežni po implikacijama: takvi su predlozi prodaje dela interesa u novoj reorganizovanoj firmi na tržištu, da bi se na osnovu postignute cene ekstrapolirala celokupna vrednost dužnika, kao i predlog da se dodelom opcija razreši problem vrednovanja koji je od presudnog značaja u reorganizaciji.

Među predlozima se nalazi i onaj koji je razvijen za specijalne prilike finansijskih kriza – kada stečaj nije izolovana nego masovna pojava, jer pogađa veliki broj preduzeća, koja bi u normalnim okolnostima poslovala dobro. U takvim okolnostima osnovna funkcija stečajnog sistema – funkcija filtriranja zdravih preduzeća, ne može da se obavi valjano konvencionalnim stečajnim mehanizmom. Zbog toga se kao preča funkcija nameće spašavanje firmi u nevolji, jer bi njihovo gašenje dalje produbilo krizu. Najzad, posebnu pažnju oduvek privlači ideja ugovaranja stečaja jer dovodi u pitanje efikasnost postojećih obavezujućih stečajnih sistema pod okriljem

država i skreće pažnju na fleksibilnija rešenja, koja u većoj meri mogu uvažiti preferencije dužnika i kreditora u pogledu aranžmana za slučaj insolventnosti.

Primarni fokus ovog istraživanja je empirijski i to na efikasnost stečajnog sistema u Srbiji. Empirijska analiza bankrotstva u Srbiji sa uporednim osvrtom, je finalni rezultat rada. Izabrano je bankrotstvo, pre svega, zbog toga što su podaci za ovaj postupak dostupni. Naime, postoji dovoljan broj postupaka koji su otvoreni i zaključeni, pa se mogu smatrati okončanim i formalno i suštinski, pošto je ishod vidljiv.

Kod reorganizacija to nije slučaj, pre svega, zbog toga što je najveći broj usvojenih planova reorganizacija u Srbiji još uvek u fazi realizacije. Tek je neznatan broj reorganizacija u kojima su planovi usvojeni i izvršeni. Samo usvajanje, međutim, nije pokazatelj efikasnosti ovog postupka. Posebno ako se uzme u obzir veliki recidivizam kod planova reorganizacije. To znači da je njihovo izvršenje prekinuto zbog neispunjenja obaveza preuzetih planovima i ponovo pokrenut stečajni postupak. Zbog toga ovaj izazovan istraživački zadatak ostaje za drugu priliku. Istraživačka perspektiva koja se nameće jeste ona koja bi osvetlila razloge recidivizma.

U empirijskom delu istraživanja ispitane su najpre determinante stopa namirenja pojedinih klasa poverilaca u stečajnim postupcima koji se sprovode bankrotstvom: razlučnih i stečajnih. Nakon toga su sagledane determinante njihovog agregatnog namirenja. Posebno su ispitane determinante relativnog učešća direktnih troškova stečaja u ukupnim prilivima. Korišćena je regresiona analiza i ona je ukazala na glavne faktore koji objašnjavaju varijabilitet zavisnih varijabli.

Na uzorku od 194 preduzeća na kome su ispitane stope namirenja, potraživanja imaju sledeću strukturu: razlučna učestvuju u ukupnim potraživanjima sa 28,7 %, stečajna sa 69,1%, a prioriteta sa 2,2%. Stope namirenja na nivou uzorka imaju niske vrednosti. Iskazana agregatno, kao odnos ukupnih namirenja razlučnih poverilaca i ukupnih priznatih razlučnih potraživanja, ona iznosi svega 25,1%. Stopa namirenja neprioritetnih stečajnih poverilaca, merena na isti način, iznosi svega 9,1%, dok su visoke samo stope namirenja prioriteta poverilaca (prvog i drugog reda) 65,0%, i 43,9%, respektivno.

Stope namirenja razlučnih poverilaca najbolje objašnjavaju varijable: prezaduženost, učešće razlučnih u ukupnim potraživanjima, životni vek firme i veličina firme (iskazana procenjenom vrednošću imovine – u logaritamskom izrazu). Sektorska

veštačka varijabla i vremenska, koja je izrazila trenutak unovčenja imovine, nisu pokazale statistički značaj, niti su značajno povećale prediktivnu moć modela.

Stope namirenja stečajnih poverilaca najbolje objašnjavaju varijable: veličina, stopa pokrića (odnos procenjene imovine i obaveza), učešće razlučnih u ukupnim potraživanjima, kao i životni vek. Stope agregatnog namirenja najbolje objašnjavaju dve varijable: veličina dužnika i stopa pokrića.

Posebno mesto u ovom radu imala je varijabla dužina obustave plaćanja (zbog nesposobnosti plaćanja). Reč je o periodu u kome su firme obustavile sva plaćanja, pre pokretanja automatskog stečaja u priodu od 2010. do 2012. godine: duže od 3 godine, duže od 2 godine i duže od 1 godine. Ona je značajna jer ima opšti karakter. Naime, automatski stečaj predstavljao je svojevrsni eksperiment kojim se država umešala u uobičajena ovlašćenja dužnika i poverilaca da autonomno pokrenu stečaj. Ovaj upliv se zapravo ogledao u skraćivanju perioda obustave plaćanja, koji je pre toga bio izrazito dugačak. A to skraćivanje perioda obustave plaćanja upućuje na posebnu hipotezu da bi firme u kojima je automatskim stečajem period obustave plaćanja više skraćen, trebalo da imaju i veće stope pokrića, a posledično i veće stope namirenja. Ova hipoteza može da se formuliše i uopštenije. Da bi i drugim rešenjima, manje krutim, zasnovanim na podsticajima ugrađenim u legislativu mogao da se skрати period obustave plaćanja, i na osnovu toga očekivati veće namirenje poverilaca, odnosno veću *ex post* efikasnost stečajnog sistema.

Za razliku od opšte hipoteze, posebna hipoteza je mogla da se testira empirijski. Ni u jednom od modela u kojima su ispitane determinante namirenja poverilaca varijabla dužina obustave plaćanja nije pokazala statističku značaj. To znači da nije relevantna u objašnjenju varijabiliteta zavisnih varijabli. Preciznije, ona nije varijabla koja objašnjava niske stope namirenja u našem uzorku.

U ovom radu stope namirenja su posmatrane iz posebne perspektive. Niskim stopama namirenja, naime, odgovaraju velike stope gubitka poverilaca. Stopi namirenja od 25% odgovara stopa gubitka od 75%. Posmatranje ishoda stečaja kroz stopu gubitka menja u velikoj meri perspektivu sagledavanja njegove efikasnosti. Ona se pomera sa samog formalnog postupka u kome se uspostavlja kontrola nad preostalim imovinom dužnika na proces koji prethodi stečaju, u kome dolazi zapravo do rasipanja najvećeg dela vrednosti.

U privredama sa razvijenim institucijama postoje delotvorni mehanizmi kojima kreditori skraćuju i sprečavaju rasipanje vrednosti pre stečaja. To su efektivni mehanizmi obezbeđenja potraživanja i delotvorne restriktivne klauzule u ugovorima o kreditu koji omogućavaju kreditorima da uspostavljaju kontrolu nad poslovanjem dužnika i tako spreče rasipanje vrednosti pre stečaja. Nameće se zaključak da je odnos stopa namirenja i stopa gubitka primarno određen efikasnošću mehanizama koji prethode stečaju. Ako su ti mehanizmi nedelotvorni, u stečaju može da se sačuva samo mali deo preostale vrednosti. I obrnuto, ako su ovi mehanizmi delotvorni u stečaju preostaje veća vrednost, koja može da se sačuva i preusmeri.

I relativni troškovi stečaja se koriste često u empirijskim analizama kao pokazatelj funkcionisanja stečajnih režima. Empirijskom analizom utvrđeno je da relativni troškovi stečaja iskazani agregatno na uzorku iznose 17,4%. A glavne odrednice relativnih troškova stečajnog postupka su: veličina dužnika iskazana vrednošću njegove imovine, stopa pokrića; i dužina trajanja faze unovčenja.

U empirijskim istraživanjima stope namirenja se koriste kao sintetički pokazatelj efikasnosti i pojedinih postupaka i stečajnih sistema. Međutim, na efikasnost postupaka i sistema mogu da deluju i drugi faktori, te zbog toga se prilikom ocene efikasnosti na bazi stope namirenja vodi računa o ovim faktorima i kontroliše njihovo dejstvo.

Ovaj metodološki uvid kao relevantno nameće pitanje da li su izmerene stope namirenja na uzorku i valjan pokazatelj (ne)efikasnosti stečajnog sistema Srbije. Odgovor jeste da su stope namirenja sintetički izraz stanja u kome su firme ušle u stečaj, i drugih njihovih karakteristika, poput stepena obezbeđenja imovine, a i efikasnosti stečajnog sistema. Izrazito niske stope pokrića (naročito one koje su merene *ex post* po prodaji imovine na osnovu ostvarenih cena) ukazuju da je stanje firmi u uzorku primarna determinanta stopa namirenja, a efikasnost stečajnog sistema tek sporedan faktor. I to ukazuje da pažnju valja usredsrediti na pitanje kako je u sistemu rešeno pitanje „okidača“ stečaja ili njegovog optimalnog tajminga.

Postoje dva pristupa endogenizaciji tajminga stečaja. Ona impliciraju inkorporiranje ove odluke u stečajni sistem. Ako se odluka o trenutku pokretanja stečaja ne endogenizuje, ona ostaje van okvira stečaja prepuštana akterima i njihovim interesima za pokretanjem stečaja.

Jedan pristup endogenizaciji jeste preko ekonomskih podsticaja. On implicira da se vlasnicima i rukovodstvima obezbeđuju povoljni uslovi i nakon pokretanja stečaja, kako bi svojevolumno pokrenuli stečaj blagovremeno – kada su izgledi razrešenja finasnijskih nevolja sasvim dobri. Ključni element ovog pristupa su ekonomski podsticaji koji se ugrađuju u legislativu.

Drugi pristup se zasniva na kaznama, ako se stečaj ne pokrene čim nastupi insolventnost. Trenutak insolventnosti je izuzetno važan jer on signalizira kada se vlasnički kapital približava nuli. Zbog toga, mnoga zakonodavstva u trenutku insolventnosti preusmeravaju odgovornost direktora prema kreditorima, jer dalji nastavak poslovanja takvih firmi, pre svega, izaziva gubitke kreditorima. A to se čini njihovim obavezivanjem da pokrenu stečaj, pod pretnjom materijalne odgovornosti za izazvanu štetu. Time se obezbeđuje blagovremeno pokretanje stečaja i isključuje mogućnost da firme sklizinu duboko u insolventnost.

U modernim legislativama stečaja postoje dva testa insolventnosti. Jedan je *cash-flaw* test koji se svodi na obustavu i nemogućnost plaćanja, a drugi je knjigovodstveni test koji se svodi na procenu i upoređenje vrednosti imovine sa vrednošću obaveza. Prvi test je jednostavniji jer je po svojoj prirodi automatski. Drugi je mnogo komplikovaniji jer iziskuje procene koje uvek sadrže i elemente subjektivnosti.

U praksi ova dva testa insolventnosti kao okidači stečaja funkcionišu različito. U sistemima gde postoji fiducijarna odgovornost rukovodstva prema kreditorima u trenutku insolventnosti, obustava plaćanja je delotvoran okidač stečaja. I zbog interesa poverilaca da pokrenu stečaj a, pre svega, zbog reakcije rukovodstva koja pokreću stečaj da bi izbegli odgovornost. U sistemima gde nema fiducijarne odgovornosti, test obustave plaćanja kao jedini indikator insolventnosti, međutim, nije valjan „okidač“ stečaja. Ako kreditori nemaju interes da promptno pokrenu nevoljni stečaj, preduzeća mogu da uđu u duboke zone insolventnosti, pre nego što se stečaj pokrene.

U Srbiji je na delu upravo takav sistem. U odsustvu fiducijarne odgovornosti prema kreditorima i odgovarajućih sankcija za rukovodstva, a pri malim podsticajima poverilaca da pokrenu nevoljni stečaj, preduzeća u kojima se sprovodi bankrotstvo, u stečaj ulaze u visokim zonama insolventnosti. U takvom sistemu obustave plaćanja (zbog nemogućnosti plaćanja) mogu da traju dugo, pa skoro da može i da se zaključi da

odluka o tajmingu stečaja uopšte nije endogenizovana. To znači da je prepuštena poveriocima.

I to je jedna od mogućih opcija, jer i oni imaju moćne mehanizme zaštite svojih interesa. Kreditorima su dostupni mehanizmi obezbeđenja potraživanja i restriktivne klauzule u ugovorima, koje omogućavaju monitoring dužnika. Dobavljačima su dostupni jednostavniji mehanizmi, ali i oni mogu da budu delotvorni: obustave isporuka ili avansna plaćanja. U Srbiji, međutim, ni ovi mehanizmi nisu delotvorni kao u zemljama sa razvijenijim institucijama. Zasiurno da i ovi faktori objašnjavaju loše stanje preduzeća koja dospevaju u bankrotstvo.

LITERATURA

- Acharya, V. & Subramanian, K. (2009). Bankruptcy Codes and Innovation. *Review of Financial Studies*, 22, 4949–4988.
- Adler, B. E. (1992). Bankruptcy and Risk Allocation, *Cornell Law Review*, 77, 3, 439-489.
- Adler, B. E. (1993a). Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy, *University Stanford Law Review*, 45, 311–346.
- Adler, B. E. (1993b). An Equity-Agency Solution to the Bankruptcy - Priority Puzzle, *The Journal of Legal Studies*, 22, 1, 73-98.
- Adler, B. E. (1994). A World without Debt, *Washington University Law Review*, 72, 3, 811-827.
- Adler, B. E. (1995). A Re-Examination of Near-Bankruptcy Investment Incentives, *University Chicago Law Review*, 62, 575-606.
- Adler, B. E. (1997). A Theory of Corporate Insolvency, *New York University Law Review*, 72, 343-382.
- Adler, B. E. & Ayers, I. (2001). A Dilution Mechanism for Valuing Corporations in Bankruptcy, *The Yale Law Journal*, 111, 83-150.
- Adler, B. E., Capkun, V. & Weiss, L. A. (2006). *Theory and Evidence on the Bankruptcy Initiation Problem*, American Law & Economics Association Annual Meetings Year Paper, 53.
- Adler, B. E. (2010). A Reassessment of Bankruptcy Reorganization after Chrysler and General Motors, *Am. Bankr. Inst. L. Rev.* 18, 305-318.
- Adler, B. E., Capkun, V. & Weiss, L. A. (2013). Value Destruction in the New Era of Chapter 11, *J. L. Econ. & Org.* 29, 2, 461-483.
- Adriaanse, J. (2005). *Restructuring in the Shadow of the Law*, PhD Thesis, Leiden University, 2005.
- Aghion, Ph., Hart, O. D. & Moore, J. (1992). The Economics of Bankruptcy Reform, *Journal of Law, Economics & Organization*, 8, 523-546.
- Aghion, Ph., Hart, O. D. & Moore, J. (1994). Improving Bankruptcy Procedure, *Washington University Law Quarterly*, 72, 849-872.
- Akerlof, G. A. & Romer, P. M. (1993). Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit, *Brooking Papers on Economic Activity*, 2, 1-73.
- Alderson, M. J. & Brian L. B. (1995). Liquidation costs and capital structure, *Journal of Financial Economics*, 39, 45-69.

- Alderson, M. J. & Betker, B. L. (1996). Lessons on Capital Structure from Chapter 11 Reorganisation, *Journal of Applied Corporate Finance*, 8, 4, 61-70.
- Alderson, M. J. & Betker, B. L. (1999). Post-Bankruptcy Performance: An Analysis of Reorganized Firms' Cash Flows, *Financial Management*, 28, 68-82.
- Allen, F. & Gale, D. (2007). *Understanding Financial Crises*, Oxford University Press.
- Almeida, H. & Philippon, T. (2007). The Risk-Adjusted Cost of Financial Distress, *Journal of Applied Corporate Finance*, 20, 4, 110-114.
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and Prediction of Corporate Bankruptcy, *Journal of Finance*, 23, 4, 189-209.
- Altman, E. I. (1984). A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question, *Journal of Finance*, 39, 1067-1089.
- Altman, E. I. & Hotchkiss, E. S. (2006). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ. Wiley Finance.
- Andrade, G. & Kaplan, S. N. (1998). How Costly is Financial (not Economic) Distress Evidence from Highly Leverage Transactions that Became Distressed. *Journal of Finance*, 53, 1443-1493.
- Armour J. (2001). *The Law and Economics of Corporate Insolvency: A Review*, WP 197, University of Cambridge, ESRC Center for Business Research.
- Armour, J., Cheffins, J. B. & Skeel, D. A. (2002). Kingdom Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom, *Vanderbilt Law Review*, 55, 1699-1785.
- Armour, J. & Mokal, R. J. (2005), Reforming the Governance of Corporate Rescue: The Enterprise Act 2002, *Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly*, 28-64.
- Asquith, P., Gertner, R. & Scharfstein, D. (1994). Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk Bond Issuers, *Quarterly Journal of Economics*, 109, 625-658.
- Ayer, J. D. (1994). Through Chapter 11 with Gun or Camera, but Probably Not Both: A Field Guide, *Washington University Law Review*, 72, 3, 883-904.
- Ayotte, K. M. & Morrison, E. R. (2009). Creditor Control and Conflict in Chapter 11. *Journal of Legal Analysis*, 1 (2), 511-551.
- Baird, D. G. (1986). The Uneasy Case of Corporate Reorganizations, *Journal of Legal Studies*, 15, 127-147.
- Baird, D. G. & Jackson, T. H. (1988). Bargaining After the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule, *University Chicago Law Review*, 55, 738-789.
- Baird, D. G. & Picker, R. C. (1991). A Simple Noncooperative Bargaining Model of Corporate Reorganizations, *J. Legal Stud.* 20, 311-349.

- Baird, D. G. (1992). *The Elements of Bankruptcy*. Foundation Press.
- Baird, D. G. (1993). Revisiting Auctions in Chapter 11, *Journal of Law and Economics*, 36, 633-669.
- Baird, D. G. (1998). Bankruptcy 's Uncontested Axioms, *University of Chicago Law School*, 108, 573-599.
- Baird, D. G., & Morrison, E. (2001). Bankruptcy Decision Making, *Journal of Law, Economics & Organization*, 17, 356-372.
- Baird, D. G. (2004). The New Face of Chapter 11, *American Bankruptcy Institute Law Review* 12, 69-99.
- Baird, D. G. & Morrison, E. (2011). *Dodd-Frank for Bankruptcy Lawyers*, Columbia Law School, WP.
- Baird, D. G. & Rasmussen, R. K. (2002). The End of Bankruptcy, *Stanford Law Review*, 55, 751-789.
- Baird, D. G. & Rasmussen, R. K. (2003). Chapter 11 at Twilight, *Stanford Law Review*, 56, 673–699.
- Baker, K. H. & Martin, G. S. (eds.), (2011). *Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence and Practice*, JohnWiley & Sons.
- Bebchuk, L. A. (1988). A New Approach to Corporate Reorganization, *Harvard Law Review* 101, 775–804.
- Bebchuk, L. A. & Chang H. F. (1992). Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization, *Journal of Law, Economics, & Organization*, 8, 2, 253-279.
- Bebchuk, L. A. & Piker, R. (1993). *Bankruptcy, Managerial Entrenchment, and Firm-Specific Human Capital*, John M. Olin Law & Economics, WP, 16, 1-18.
- Bebchuk, L. A. & Fried, J. (1996). The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy, *Yale Law Journal*, 105, 857–891.
- Bebchuk, L. A. (1998). Chapter 11, in: *The The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 219-224.
- Bebchuk, L. A. (2000). Using Options to Divide Value in Corporate Bankruptcy *European Economic Review*, 44, 829-843.
- Bebchuk, L. A. (2002). Ex ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy, *Journal of Finance*, 57, 445–460.
- Berk, J. & De Marzo, P. (2014). *Corporate Finance*, Pearson Education.
- Berkovitch, E., Israel, R. & Zender, J. F. (1997). Optimal Bankruptcy Law and Firm Specific Investments, *European Economic Review*, 41, 487–497.

- Berkovitch, E., Israel, R. & Zender, J. F. (1998). The Design of Bankruptcy Law: A Case for Management Bias in Bankruptcy Reorganizations, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, 4, 441-464.
- Berkovitch, E. & Israel, R. (1998). The Bankruptcy Decision and Debt Contract Renegotiations, *European Financial Review*, 2, 1-27.
- Berkovitch, E. & Israel, R. (1999). Optimal Bankruptcy Laws across Different Economic Systems, *Review of Financial Studies*, 12, 347-377.
- Berkowitz, E. & White, M. J. (2004). Bankruptcy and Small Firms' Access to Credit, *RAND Journal of Economics*, 35, 1, 69-84.
- Berlin, M. (2002). Should Business Bankruptcy Be a One-Chapter Book? Q3 *Business Review*, www.phil.frb.org.
- Bernardo, A. & Talley, E. L. (1996). Investment Policy and Exit-Exchange Offers within Financially Distressed Firms, *Journal of Finance*, 51, 871-888.
- Bernhardt, D. & Nosal, E. (2004). Near-sighted Justice, *Journal of Finance*, 59, 2655-2864.
- Betker, B. L. (1995a). An Empirical Examination of Prepackaged Bankruptcy, *Financial Management*, 24, 1, 3-18.
- Betker, B. L. (1995b). Managements Incentives, Equity's Bargaining Power, and Deviations from Absolute Priority in Chapter 11 Bankruptcies, *Journal of Business*, 68, 161-183.
- Bhandari, J. & Weiss, L. (eds) (1996). *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, J. Cambridge: Cambridge University Press.
- Bharath, S., Panchapegesan, V. & Werner, I. (2010). *The Changing Nature of Chapter 11*. WP, Arizona State University.
- Bhattacharyya, S. & Singh, R. (1999). The Resolution of Bankruptcy by Auction: Allocating the Residual Right of Design, *Journal of Financial Economics*, 54, 269-294.
- Blazy, R., Chopard, B., Fimayer, A. & Guigou, J. D. (2007). *Financial versus Social Efficiency of Corporate Bankruptcy Law: the French Dilemma?* CREFI-LST WP, 07-02.
- Blazy, R., Petey, J. & Weill, L. (2010). *Can Bankruptcy Codes Create Value? Evidence from Creditors Recoveries in France, Germany and the UK*. Institute de Finance Strasbourg, WP.
- Blazy, R., Chopard, B. & Nigam, N. (2011). *Building Legal Indexes to Explain recovery Rates: An Analysis of French and UK Bankruptcy Codes*, Paper presented at INFINITY 2011 Conference, ssrn.com/abstract/1991103.

- Božović, M., Urošević, B. i Živković, B. (2009). On the Spillover of Exchange-rate Risk into Default Risk, *Economic Annals*, LIV, 183, 32-55.
- Bowers, J. W. (2000). Security Interests, Creditors' Priorities and Bankruptcy, in: B. Bouckert & G. D. Geest (eds), *Encyclopedia of Law and Economics*, Vol. II, Edward Elgar.
- Bradley, M. & Rosenzweig, M. (1992). The Untenable Case for Chapter 11, *The Yale Law Journal*, 101, 1043–1095.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Marcus, A. J. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance Third Edition*, The McGraw-Hill Companies, Inc.
- Bris, A., Welch, I. & Zhu, N. (2006). The Cost of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganisation, *Journal of Finance*, 61, 3, 1253-1303.
- Broadie, M., Chernov, M. & Sundaresan, S. (2007). Optimal Debt and Equity Values in the Presence of Chapter 7 and Chapter 11. *Journal of Finance*, 62, 1341–1377.
- Broggi, R. & Santella, P. (2004). *Two New Measures of Bankruptcy Efficiency*, Vienna: SUERF.
- Brown, D. T. (1989). Claimholder Incentive Conflicts in Reorganization: The Role of Bankruptcy Law, *Review of Financial Studies*, 2, 109–123.
- Brown, D. T., James, Ch. M. & Mooradian, R. M. (1993). The Information Content of Distressed Restructurings Involving Public and Private Debt Claims, *Journal of Financial Economics*, 33, 93–118.
- Brusov, at al. (2015). *Modern Corporate Finance Investments and Taxation*, Springer.
- Buchanan, J. M. & Tullock, G. (1958). *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*, Liberty Fund, Inc.
- Bufford, S. L. (1994). What is Right About Bankruptcy Law and Wrong About Its Critics, *Interdisciplinary Conference on Bankruptcy and Insolvency Theory*, *Washington University Law Review*, 72, 3, 829-848.
- Bulow. J. I. & Shoven, J. B. (1978). The Bankruptcy Decision, *Bell Journal of Economics*, 9, 2, 437-456.
- Burnside, C., Eichenbaum, M. & Rebelo, S. (2007). *Currency Crisis Models*, New Palgrave: A Dictionary of Economics.
- Burkart, M. (1995). Initial Shareholding and Overbidding in Takeover Contests, *The Journal of Finance*, 50, 5, 1491-1515.
- Calabresi, G. (1980). An Exchange: About Law and Economics: A Letter to Ronald Dworkin, *Hofstra Law Review*, 8, 553-562.

- Chatterjee, S., Dhillon, U. S. & Ramirez, G. G. (1995). Coercive Tender and Exchange Offers in Distressed High-yield Debt Restructurings: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 38, 333–360.
- Chatterjee, S., Upinder S. U. & Ramirez, G. G. (1996). Resolution of Financial Distress: Debt Restructuring via Chapter 11, Prepackaged Bankruptcies and Workouts, *Financial Management*, 4, 1, 5-18.
- Chen, S., Lee, A. C. & Lee, J. (2010). Alternative Methods to Determine Optimal Capital Structure: Theory and Application, In: *Handbook of Quantitative Finance and Risk Management*, Springer Academic Publishers.
- Claessens, S., Djankov, S. & Mody, A. (eds). (2001). *Resolution of Financial Distress, an International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws*, The World Bank.
- Claessens, S. & Klapper, L. F. (2005), Bankruptcy around the World: Explanations of its Relative Use. *American Law and Economics Review*, 7, 253-283.
- Claessens, S. & Kose, M. A. (2013). *Financial Crises: Explanations, Types, and Implications*, International Monetary Fund, WP, 28.
- Coleman, J. (1988). *Markets, Morals and the Law*, Cambridge University Press.
- Cornelli, F. & Felli L. (1997). Ex-Ante Efficiency of Bankruptcy Procedures, *European Economic Review*, 41, 475-485.
- Corporate Insolvencies in Europe 2007/08 – 2014/15, Creditreform Economic Research Unit, www.creditreform.com.
- Couwenberg, O. (2001). Survival Rates in Bankruptcy Systems: Overlooking the Evidence, *European Journal of Law and Economics*, 12, 3, 253-273.
- Couwenberg, O. & de Jong, A. (2004). *It Takes Two to Tango: an Empirical Tale of Distressed Firms and Assisting Banks*, Erim Report Series Research in Management, 1-32.
- Couwenberg, O. & de Jong, A. (2008). Costs and Recovery Rates in the Dutch Liquidation-Based Bankruptcy System, *European Journal of Law and Economics*, 26, 105-127.
- Crampton, P., Gibbons, R. & Klemperer, P. (1987). Dissolving a Partnership Efficiently, *Econometrica*, 55, 615–632.
- Davydenko, S. & Franks, J. R. (2008). Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany, and the UK, *Journal of Finance*, 63, 565–608.
- DeAngelo, H. & Masulis, R. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Financial Economics*, 8, 3-30.
- Delaney J. (1999). *Strategic Bankruptcy: How Corporations and Creditors Use Chapter 11 to Their Advantage*, University of California Press.

- DeSoto, J. H. (2009). *The Theory of Dynamic Efficiency*, Routledge.
- Dilger, A. (2000). *The Market is Fairer than Bebchuk's Scheme*, Wirtschaftswissenschaftliche Diskussionspapiere 09/2000, Ernst Moritz Arndt University of Greifswald, Faculty of Law and Economics.
- Dilger, A. (2006). Forced to Make Mistakes: Reasons for Complaining about Bebchuk's Scheme and Other Market-Oriented Insolvency Procedures, *European Journal of Law and Economics*, 21, 1, 79-94.
- Djankov, S., McLiesh, C. & Shleifer, A. (2007). Private Credit in 129 Countries. *Journal of Financial Economics*, 84, 2, 299–329.
- Djankov, S. (2009). *Bankruptcy Regimes during Financial Distress*, The World Bank.
- Drescher, F. (2013). *Insolvency Timing and Managerial Decision-Making*, Springer Gabler.
- Durand, D. (1952). *Cost of Debt and Equity for Business: Trends and problems of Measurement*. New York: National Bureau of Economic Research, 215-247.
- Dworkin, R. (1980). Is Wealth a Value, Change in the Common Law: Legal and Economic Perspectives, *The Journal of Legal Studies*, 9, 2, 2191-226.
- Easterbrook, F. H. (1990). Is Corporate Bankruptcy Efficient? *Journal of Financial Economics*, 27, 411-418.
- Eberhart, A. C. & Senbet, L. W. (1993). Absolute Priority Rule Violations and Risk Incentives for Financially Distressed Firms, *Financial Management*, 22, 3, 101-116.
- Eberhart, A. C. & Weiss, L. A. (1998). The Importance of Deviations from the Absolute Priority Rule in Chapter 11 Bankruptcy Proceedings, *Financial Management*, 27, 4, 106-110.
- Eberhart, A. C., Altman, E. I. & Aggarwal, R. (1999). The Equity Performance of Firms Emerging from Bankruptcy, *Journal of Finance*, 54, 1855–1868.
- Eckbo, B. E. & Thorburn, K. S. (2000). Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 1–25.
- Eckbo, B. E. & Thorburn, K. S. (2003). Control Benefits and CEO Discipline in Automatic Bankruptcy Auctions, *Journal of Financial Economics*, 69, 227–258.
- Eckbo, B. E. & Thorburn, K. S. (2008). Automatic Bankruptcy Auctions and Fire-sales. *Journal of Financial Economics*, 89, 404–422.
- Eichengreen, B. & Hausmann, R. (1999). *Exchange rates and Financial Fragility*, NBER WP, 7418.

- Eichengreen, B., Hausmann, R. & Panizza, U. (2007). Currency Mismatches, Debt Intolerance, and Original Sin Why They Are Not the Same and Why It Matters. In: S. Edwards, (ed.) *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, 121-170.
- Eidenmüller, H. (2006). Trading in Times of Crisis: Formal Insolvency Proceedings, Workouts and the Incentives for Shareholders/Managers, *European Business Organization Law Review*, 7, 239-258.
- Euler Hermes, *Insolvency Outlook* (2007-2010), www.eulerhermes.com.
- Fama, E. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, 88, 288–307.
- Finch, V. (2009). *Corporate Insolvency Law: Perspectives and Principles*, Cambridge University Press.
- Frank, M. Z. & Goyal. V. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 67, 217-48.
- Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2008). Tradeoff and Pecking Order Theories of Debt. In: B. Espen Eckbo (ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Elsevier/North-Holland, vol. 2. Chapter. 12, 135-202.
- Franks, J. R. & Torous, W. N. (1989). An Empirical Investigation of U.S. Firms in Reorganization, *Journal of Finance*, 44, 747–770.
- Franks, J. R. & Torous, W. N. (1994). A Comparison of Financial Recontracting in Distressed Exchanges and Chapter 11 Reorganizations, *Journal of Financial Economics*, 35, 349–370.
- Franks, J. R., Nyborg, K. G. & Torous, W. N. (1996). Comparison of US, UK and German Insolvency Codes, *Financial Management*, 25, 86–101.
- Franks, J. R. & Sussman, O. (1999). *Financial Innovations and Corporate Insolvency*, Mimeo Said Business School, Oxford University, UK.
- Franks, J. R. & Sussman, O. (2005). Financial Distress and Bank Restructuring of Small to Medium Size UK Companies, *Review of Finance*, 9, 65–96.
- Franks, J. R. & Loranth, G. (2005). *A Study of Inefficient Going Concerns in Bankruptcy*, CEPR Discussion Paper, 5035.
- Gennaioli, N. & Rossi, S. (2011). Judicial Discretion in Corporate Bankruptcy, *Review of Financial Studies*, 23, 4078–4114.
- Gertner, R. & Scharfstein, D. (1991). A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law, *Journal of Finance*, 44, 747–770.
- Gertner, R. & Picker, R. C. (1992). *Bankruptcy and the Allocation of Control*, WP, University of Chicago.

- Giammarino, R. M. (1989). The Resolution of Financial Distress, *Review of Financial Studies*, 2, 25-47.
- Gilson, S. (1989). Management Turnover and Financial Distress, *Journal of Financial Economics*, 25, 241–262.
- Gilson, S. (1990). Bankruptcy, Boards, Banks and Blockholders: Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control when Firms Default, *Journal of Financial Economics*, 27, 355–387.
- Gilson, S., John, K. & Lang, L. (1990). Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default, *Journal of Financial Economics*, 27, 315-353.
- Gilson, S. C. (1991). Managing Default: Some Evidence on how Firms Choose between Workouts and Chapter 11, *Journal of Applied Corporate Finance*, 4, 2, 62-70.
- Gilson, S. (1997). Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms, *Journal of Finance*, 52, 161–196.
- Goldstein, M. & Turner, Ph. (2004). *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*, The Peterson Institute for International Economics.
- Graham, J. R. (2000). How Big are the Tax Benefits of Debt? *Journal of Finance* 55, 1901-1941.
- Hart, O. (1995). *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford: Clarendon Press.
- Hart, O. (2000). *Different Approaches to Bankruptcy*, Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper, 1903.
- Hart, O., La Porta, R. D., de Silanes, F. L. & Moore, J. (1997). A New Bankruptcy Procedure that Uses Multiple Auctions, *European Economic Review*, 41, 461-473.
- Haugen, R. A. & Senbet, L. W. (1978). The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure, *Journal of Finance*, 33, 383–392.
- Haugen, R. A. & Senbet, L. W. (1988). Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to the Theory of Optimal Capital Structure, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23, 27–38.
- Hausch, D. B. & Ramachandran, S. (1999). *Bankruptcy Reorganization through Markets Auction-based Creditor Ordering by Reducing Debts (ACCORD)*, Policy Research WP, 230, The World Bank.
- Heinkel, R. & Zechner, J. (1993). Financial Distress and Optimal Capital Structure Adjustments, *Journal of Economics & Management Strategy*, 2, 4, 531-565.
- Heinkel, R. & Zechner, J. (1993). Financial Distress and Optimal Capital Structure Adjustments, *Journal of Economics & Management Strategy*, 2, 4, 531-565.

- Hicks, J. R. (1939). The Foundations of Welfare Economics, *Economic Journal*, 49, 696-712.
- Hicks, J. R. (1943). The Four Consumer Surpluses, *Review of Economic Studies* 11, 1, 31-41.
- Hotchkiss, E. S. (1995). Post-bankruptcy Performance and Management Turnover, *Journal of Finance*, 50, 3-21.
- Hotchkiss, E. S. & Mooradian, R. M. (1997). Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms, *Journal of Financial Economics*, 43, 401-432.
- Hotchkiss, E. S. & Mooradian, R. M. (1998). Acquisitions as a Means of Restructuring Firms in Chapter 11, *Journal of Financial Intermediation*, 7, 240-262.
- Hotchkiss, E. S. & Mooradian, R. M. (2003). Auctions in Bankruptcy, *Journal of Corporate Finance*, 9, 5, 555-574.
- Hotchkiss, E. S., John, K., Mooradian, R. M. & Thorburn, K. S. (2008). Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress, in Espen Eckbo (ed.), *Handbook of Empirical Corporate Finance*, 2, Chapter 14.
- Jackson, T. H. (1982). Bankruptcy, NonBankruptcy Entitlements, and the Creditors' Bargain, *The Yale Law Journal*, 39, 91, 857-907.
- Jackson, T. H. (1985). Translating Assets and Liabilities to the Bankruptcy Forum, *Journal of Legal Studies*, 14, 1, 73-114
- Jackson, H. J. (1986). *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Jackson, H. J. & Scott, E. R. (1996). On the Nature of Bancruptcy: An Essay on Bankruptcy Sharing and the Creditors' Bargain, 141-167. In: Bhandari, S. J. & Weiss, L. A. (eds.), *Corporate Banruptcy*, Cambridge University Press.
- James, Ch. (1996). Bank Debt Restructurings and the Composition of Exchange Offers in Financial Distress, *Journal of Finance*, 51, 711-727.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. C. & Ruback, R. S. (1983). The Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. C. (1988). Takeovers: Their Causes and Consequences, *Journal of Economic Perspectives*, 2, 1, 21-48.
- Jensen, M. C. (1989). Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2, 35-44.

- Jensen, M. C. & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives, *Journal of Political Economy*, 98, 225–264.
- Jensen, M. C. (1991). Corporate Control and the Politics of Finance, *Journal of Applied Corporate Finance*, 4, 13-33.
- Jones, S. & Hensher, D. A. (eds.) (2008). *Advances in Credit Risk Modelling and Corporate Bankruptcy Prediction*, Cambridge University Press
- Jovanović, N. (2007). Predrasude o stečajnoj reorganizaciji u Srbiji, u: J. Jovanović (ur.) Zajednička konferencija INSOL Europe i Agencije za licenciranje stečajnih upravnika Republike Srbije Tema Nesolventnost, restrukturiranje i neuspele investicije u Istočnoj Evropi Aktuelna pitanja i panel diskusije
- Jovanović, N. (2010). Stečajna nacionalizacija (konfiskacija) u Srbiji, *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*, LVIII, 1, 130-149.
- Kahl, M. (2002). Economic Distress, Financial Distress, and Dynamic Liquidation, *The Journal of Finance*, LVII, 1, 135-168.
- Kalay, A., Rajeev S. & Tashjian, E. (2007). Is Chapter 11 Costly? *Journal of Financial Economics*, 84, 772–796.
- Kaldor, N. (1939). Welfare Propositions in Economics and Inter-Personal Comparisons of Utility, *Economic Journal*, 49, 549-552.
- Kaminsky, G. L. & Reinhart, C. M. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments problems, *The American Economic Review*, 89, 3, 473-500.
- Kanda, H. & Levmore, S. (1994). Explaining Creditor Priorities, *Virginia Law Review*, 80, 2103–2111.
- Katić, N. (2013). Svetska ekonomska kriza – stvarnost, mitovi i pouke, *Ekonomске ideje praksa*, 9/10, 169-189.
- Kindleberger, Ch. P. & Aliber, R. Z. J. (2005). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, John Wiley & Sons, Inc.
- Klemperer, P. (1999). Auction Theory: A Guide to the Literature, *Journal of Economic Surveys*, 13, 227-286.
- Kordana, L. A. & Posner E. A. (1999). *A Positive Theory of Chapter 11*, New York University Law Review, 74, 1, 161-234.
- Korobkin, D. R. (1992). Value and Rationality in Bankruptcy Decisionmaking, *William & Mary Law Review*, 33, 2, 333-366.
- Krasulja, D. i Ivanišević, M. (2006). *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd.
- Lang, L. & Stulz, R. (1992). Contagion and Competitive Intra-industry Effects of Bankruptcy Announcements, *Journal of Financial Economics*, 32, 45–60.

- La Porta, R. D., de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, 52, 1131–1150.
- Lee, R. S. L. (2015). How is ‘Efficiency’ Determined in the Insolvency Context? *Clarifying the Meaning of Efficiency with the Conjunction of Insolvency Jurisprudence and Economic Methodology*, Ph.D thesis, The University of Queensland.
- Leland, H. E. (1994). Corporate Debt Value, Bond Covenants and Optimal Capital Structure, *Journal of Finance*, 49, 1213–1252.
- Longhofer, S. D. & Carlstrom, C. T. (1995). Absolute Priority Rule Violations in Bankruptcy, Federal Reserve Bank of Cleveland, *Economic Review*, 31, 21–33.
- LoPucki, L. (1983). The Debtor in Full Control: Systems Failure under Chapter 11 of the Bankruptcy Code? *American Bankruptcy Law Journal*, 57, 99-126 (part I) and 57, 247-273 (part II).
- LoPucki, L. & Whitford, W. (1990). Bargaining over Equity’s Share in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies, *University of Pennsylvania Law Review*, 139, 125-196.
- LoPucki, L. (2003). The Nature of the Bankrupt Firm: A Response to Baird and Rasmussen’s the End of Bankruptcy, *Stanford Law Review*, 56, 645–672.
- Lubben, S. J. (2000). The Direct Costs of Corporate Reorganization: An Empirical Examination of Professional Fees in Large Chapter 11 Cases, *American Bankruptcy Law Journal*, 509, 508–552.
- Maksimovic, V. & Phillips, G. (1998). Asset Efficiency and Reallocation Decisions of Bankrupt Firms, *Journal of Finance*, 53, 1495–1532.
- Marinč, M. & Vlahu, R. (2012). *The Economics of Bank Bankruptcy Law*, Springer-Verlag Berlin, Heidelberg.
- Mathis, K. (2009). *Efficiency Instead of Justice? Searching for the Philosophical Foundations of the Economic Analysis of Law*, Springer.
- McConnell, J. J., Lease, R. C. & Tashjian, E. (1996). Prepacks as a Mechanism for Resolving Financial Distress: The Evidence, *Journal of Applied Corporate Finance*, 8, 4, 135-162.
- Milgrom, P. & Roberts, J. (1992). *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall.
- Miller, M. & Stiglitz, J. (1999). *Bankruptcy Protection against Macroeconomic Shocks: The Case for “Super Chapter 11”*. World Bank Mimeo.
- Miller, H. R. & Waisman, S. Y. (2004). Does Chapter 11 Reorganization Remain A Viable Option for Distressed Businesses For the Twenty-First Century? *American Bankruptcy Law Journal*, 78, 153–200.

- Miller, M. (1977). "Debt and Taxes," *Journal of Finance*, 32, 261–275.
- Minsky H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven, Conn: Yale University Press.
- Minsky H. P. (1975). *John Maynard Keynes*, New York: Columbia University Press.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, *American Economic Review*, 48(3), 261–275.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, 53, 433–443.
- Mokal, R. J. (2001). *Consistency of Principle in Corporate Insolvency*, Ph.D Thesis, University College London.
- Mokal, R. J. & Armour, J. (2004). 'The New UK Corporate Rescue Procedure - The Administrator's Duty to Act Rationally', 1, 3, 136-142.
- Mokal, R. J. (2005). *Corporate Insolvency Law – Theory and Application*, Oxford: OUP.
- Mooradian, R. M. (1994). The Effect of Bankruptcy Protection on Investment: Chapter 11 as a Screening Device, *Journal of Finance*, 49, 1403–1430.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5, 147–176.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, 39, 575–592.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Myers, S. C. (1989). Still Searching for Optimal Capital Structure, in: R. W. Kopcke & S. Rosengren, *Are the Distinctions between Debt and Equity Disappearing?* Proceedings of a Conference Held in October 1989, New Hampshire.
- Opler, T. C. & Titman, S. (1994). Financial Distress and Corporate Performance, *Journal of Finance*, 49, 1015–1040.
- Petrović, E. i Denčić-Mihajlov, K. (2013). *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet Univerziteta u Nišu, Niš.
- Posner, R. (1984). Wealth Maximization and Judicial Decision Making, *International Review of Law and Economics*, 4, 2, 131–135.
- Posner, R. (1985). Wealth Maximization Revisited, *Notre Dame Journal of Law, Ethics and Public Policy*, 2, 85-105.
- Posner, E. A. & Weyl, G. E. (2013). *A Solution to the Collective Action Problem in Corporate Reorganisation*, University of Chicago Law School, Coase-Sandor Working Paper Series in Law and Economics Coase-Sandor Institute for Law and Economics, WP 653.

- Povel, P. (1999). Optimal 'Soft' or 'Tough' Bankruptcy Procedures, *Journal of Law, Economics & Organization*, 15, 659-684.
- Povel, P. & Singh, R. (2004). Using Bidder Asymmetry to Increase Seller Revenue, *Economics Letters*, 84, 17-20.
- Povel, P. & Singh, R. (2007). Sale-Backs in Bankruptcy, *Journal of Law, Economics & Organization*, 23, 710-730.
- Pulvino, T. C. (1998). Do Asset Fire-sales Exist? An Empirical Investigation of Commercial Aircraft Transactions, *Journal of Finance*, 53, 939-978.
- Pulvino, T. C. (1999). Effects of Bankruptcy Court Protection on Asset Sales. *Journal of Financial Economics*, 52, 151-186.
- Radović, V. (2003). Stečajni razlozi, *Pravo i privreda*, 5-8, 1028-1042.
- Radović, V. (2005). Stečajni isplatni redovi, *Pravni život*, 54, 87-106.
- Radulović, B. (2008). *The Effect of §363 Sales on Recovery Rates: Allowing for Self-Selection Bias*, ssrn WP 1360383.
- Radulović, B. (2009). Analiza sistema nagrade i naknade troškova stečajnih upravnika, u: S. Tabaroši (ur.) *Razvoj pravnog sistema Srbije i harmonizacija sa pravom EU – Prilozi projektu 2008*, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 72-89.
- Radulović, B. (2010). Novi Zakon o stečaju - logika odsustva kolektivne akcije, *Fokus – Kvartalni izveštaj o institucionalnim reformama*, godina II, CLDS, Beograd, 4, 33-38.
- Radulović, B. (2011). Empirijska analiza bankrotstva u Republici Srbiji, u: Vuk Radović (ur.), *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske unije*, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 146-183.
- Radulović, B. (2012). Vrapci i golubovi – Empirijska analiza odluka o bankrotstvu ili reorganizaciji u Republici Srbiji, u: Vujačić (ur.), *Evropska Unija i Srbija – od tranzicije do pridruživanja*, Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 79-94.
- Radulović, B. (2013). Unapred pripremljeni planovi reorganizacije u Republici Srbiji – uporedno pravna i empirijska analiza, u: Vuk Radović (ur.), *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske Unije*, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 56-106.
- Radulović, B. (2014). Stečaj u Srbiji – činjenice, zablude i nenameravane posledice, u: B. Šoškić, M. Arsić (ur.), *Ekonomska politika Srbije u 2014: Mogućnosti privrednog rasta u uslovima reformi i fiskalne konsolidacije*, Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 127-148.
- Radulović, B. (2015). Unapred pripremljeni planovi reorganizacije i problem negativne selekcije, *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*, LXIII, 1, 151-168.

- Ramey, V. A. & Shapiro, M. D. (2001). Displaced Capital: A Study of Aerospace Plant Closings, *Journal of Political Economy*, 109, 958-992.
- Rasmussen, R. K. (1992). Debtor's choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy, *Texas Law Review*, 71, 51, 535-598.
- Rasmussen, R. K. (1994). The Ex Ante Effects of Bankruptcy Reform on Investment Incentives, *Washington University Law Quarterly*, 72, 1159-1211.
- Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2009). *This Time is Different*, Princeton University Press
- Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2011). *A Decade of Dept*, Peterson Institute for International Economics.
- Roe, M. (1983). Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganization, *Columbia Law Review*, 83, 527-602.
- Sandeep, D., Kose, J. K., Puri, M. & Ramirez, G. (2003). The Dynamics of Debtor-in-Possession Financing: Bankruptcy Resolution and the Role of Prior Lenders, *Journal of Financial Economics*, 69, 259-280.
- Schwartz, A. (1997). Contracting about Bankruptcy, *The Journal of Law, Economics & Organization*, 13, 1, 127-146.
- Schwartz, A. (1997). A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy, *Yale Law Journal*, 107, 1807-1851.
- Schwartz, A., Polak, B., Adler, B. E. & Polak, B. (2000). Regulating Consumer Bankruptcy: A Theoretical Inquiry, *Journal of Legal Studies*, 29, 585-613.
- Schwartz, A. (2005). A Normative Theory of Business Bankruptcy, *Virginia Law Review*, 91, 1200-1265.
- Scott, J. H. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure, *Bell Journal of Economics* 7, 33-54.
- Scott, R. (1986). Through Bounkrupcty with the Creditors Bargain Heuristic, *University of Chicago Law Review*, 53, 690-700.
- Senbet, L. W. & Seward, J. K. (1995). Financial Distress, Bankruptcy and Reorganization, in: R.A. Jarrow et al. (ed.), *Handbooks in Operations Research and Management Science*, Elsevier Science, 9, 921-961.
- Senbet, L. W. & Wang, T. Y. (2012). *Corporate Financial Distess and Bankruptcy: A Survey*, *Foundations and Trends in Finance*, 5, 4, 243-335.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1992). Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach, *Journal of Finance*, 47, 1343-1366.
- Skeel, D. A. (2003). Creditor's Ball: The "New" New Corporate Governance in Chapter 11. *University of Pennsylvania Law Review*, 152, 917-951.

- Skeel, D. A. (2004). The Past, Present, and Future of Debtor-in-Possession Financing, *Cardozo Law Review*, 25, 1905–1934.
- Slijepčević, D. i Spasić, S. (2006). *Komentar Zakona o stečajnom postupku*, Ces-Mecon, Beograd.
- Smith, D. C. & Stromberg, P. (2005). Maximizing the Value of Distressed Assets: Bankruptcy Law and the Efficient Reorganization of Firms, *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*, 232-275.
- Spasić, S. (2008). Reorganizacija, u: *Stečaj u praksi*, Prvi stručni skup agencije za licenciranje stečajnih upravnika, 2-5, 3.
- Sris, Ch., Dhillon, U. S. & Ramirez, G. G. (1995). Coercive Tender and Exchange Offers in Distressed High-yield Debt Restructurings: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 38, 333–360.
- Stevanović, M. (2005). Priručnik za stečajne upravnike, Beograd, USAID.
- Stiglitz, J. (1974). On the Irrelevance of Corporate Financial Policy, *American Economic Review*, 64, 851–866.
- Stiglitz, J. (1999). Interest Rates, Risk, and Imperfect Markets: Puzzles and Policies, *Oxford Review of Economic Policy*, 15, 2, 59–76.
- Stiglitz, J. (2002). Bankruptcy Laws: Basic Economic Principles, in: *Resolution of Financial Distress: An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws*, eds. Claessens et al., The World Bank, Washington DC.
- Stijn, C. & Klapper, L. F. (2005). Bankruptcy Around the World: Explanations of its Relative Use, *American Law and Economics Review*, 7, 253–283.
- Stromberg, P. (2000). Conflicts of Interest and Market Illiquidity in Bankruptcy Auctions: Theory and Tests, *The Journal of Finance*, LV, 6, 2641-2692.
- Stulz, R. & Johnson, H. (1985). An Analysis of Secured Debt, *Journal of Financial Economics*, 14, 501–521.
- Tashjian, E., Lease, R. C. & McConnell, H. J. (1996). Prepacks: An Empirical Analysis of Prepackaged Bankruptcies, *Journal of Financial Economics*, 40, 135–162.
- Thorburn, K. S. (1998). *Cash Auction Bankruptcy: Costs, Recovery Rates and Auction Premiums*, Stockholm School of Economic, EFI, The Economic Research Institute.
- Thorburn, K. S. (2000). Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery, and Firm Survival, *Journal of Financial Economics*, 58, 337–368.
- Triantis, G. (1993). A Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Financing, *Vanderbilt Law Review*, 46, 901–935.
- Urošević B. (2009). *Kvantitativne metode u korporativnim finansijama*, Ekonomski fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd.

- Varouj, A. A. & Zhou, S. (2012). Is Chapter 11 Efficient? *Financial Management*, 41, 229-253.
- Vasiljević, M. (2007). Skica za filozofiju stečajnog prava, u: J. Jovanović (ur.) Zajednička konferencija INSOL Europe i Agencije za licenciranje stečajnih upravnika Republike Srbije. *Nesolventnost, restrukturiranje i neuspele investicije u Istočnoj Evropi Aktuelna pitanja i panel diskusije*.
- Warner, J. B. (1977). Bankruptcy Costs: Some Evidence, *Journal of Finance*, 32, 337-347.
- Warren, E. (1987). Bankruptcy Policy, *The University of Chicago Law Review*, 54, 3, 775-814.
- Warren, E. (1992). The Untenable Case for Repeal of Chapter 11, *The Yale Law Journal*, 102, 2, 437-479.
- Warren, E. (1993). Bankruptcy Policymaking in an Imperfect World, *Michigan Law Review*, 92, 2, 336-387.
- Warren, E. (1998). The Bankruptcy Crisis, *Indiana Law Journal*, 73, 1079-1110.
- Warren, E. & Westbrook, J. L. (2000). Financial Characteristics of Businesses in Bankruptcy, *American Bankruptcy Law Journal*, 499-589.
- Warren, E. & Lawless, R. M. (2005). The Myth of the Disappearing Business Bankruptcy, *California Law Review*, 93, 3, 743-796.
- Warren, E. & Westbrook, J. L. (2005). Contracting Out of Bankruptcy: An Empirical Intervention, *Harvard Law Review*, 118, 4, 1197-1254.
- Weiss, L. A. (1990). Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims. *Journal of Financial Economics*, 27, 285-314.
- 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*, 48, 55-97.
- Wetter, S. & Kohler, J. (2014). *Diverging Trends in Number of Business Insolvency*, Deutsche Bank. www.dbresearch.com
- White, M. J. (1989). The corporate bankruptcy decision, *Journal of Economic Perspectives*, 3, 129-151.
- White, M. J. (1994). Corporate Bankruptcy as a Filtering Device: Chapter 11, Reorganizations and Out-of-Court Debt Restructurings, *Journal of Law, Economic, and Organization*, 10, 268-295.
- White, M. J. (1994). Does Chapter 11 Save Economically Inefficient Firms? *Washington University Law Quarterly*, 72, 3, 1319-1340.
- White, M. J. (1998). Corporate Bankruptcy: in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, P. Newman, editor, London: Macmillan Press.

- White, M. J. (2013). Corporate and Personal Bankruptcy Law, *Annual Review of Law and Social Science*, 7, 139–64.
- Whitford, W. C. (1994). What's Right About Chapter 11, *Washington University Law Quarterly*, 72, 1379-1406.
- Williamson, O. E. & Masten, S. (eds.), (1995). *Transaction Cost Economics* (Vol. I and Vol. II), Brookfield, VT: Edward Elgar.
- Wruck, K. H. (1990). Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency. *Journal of Financial Economics*, 27, 419–444.
- Yost, K. (2002). *The Choice Among Traditional Chapter 11, Prepackaged Bankruptcy, and Out-of-Court Restructuring*, ETD Collection for Purdue University.
- Zerbe, R. O. (2001). *Economic Efficiency in Law and Economics*, Edward Elgar Publishing, Inc.

PRILOG 1. SPISAK PREDUZEĆA – UZORAK ZA STOPE NAMIRENJA

1	Ad Komerc Indjija	40	DMB Marina Šabac
2	Agatonic Cars Trstenik	41	Dominvest Niš
3	Agida Trans Čačak	42	Domos Metal Group Pančevo
4	AgroGraf Commerce Arilje	43	Donic Export Import Velika Plana
5	Agro Morava Novo Selo	44	Drvopromet Lukić Miroslajci Arilje
6	Agro Petlovača	45	Drvoukras Niš
7	Agrospektar 28 Paraćin	46	Danilovići Press Užice
8	Alpos Alatnica Aleksinac	47	Djokovići NDZ Užice
9	Alpos Aleksinac	48	Duga M Šabac
10	Alpos metkons Aleksinac	49	Djukanović Krupanj
11	Arbor Impex Mali Zvornik	50	Ekonom Ušće
12	Arion Kragujevac	51	Embit Beton Beograd
13	Autokomerc Šid	52	Embit Beograd
14	Auto Impex Niš	53	Energetic Plus Svrlijig
15	Atomis Goraždevac	54	Epogal Priboj
16	Attum Paraćin	55	Eurokristal Alibunar
17	Avangardia Čačak	56	Euroluxpetrol ELP8 Beograd
18	Balind Gornji Breg	57	Filcom Užice
19	Balkan Air Company Niš	58	Filip Višnjić IP Beograd
20	Banex trans Goraždevac	59	Fruit Niš
21	Bard Niš	60	Grand Komerc Čačak
22	Belan Belanovica	61	Grill Time Beograd
23	Belestrans Dimitrovgrad	62	Gumi Eko Ruma
24	Bel Pagette Beograd	63	Ikon Niš
25	Biljarda Mačkat	64	Izis Beograd
26	Blagojevic Zloćudovo Leskovac	65	Javor Group Niš
27	Blue Commerce Golubinci	66	Javor Prijepolje
28	Borea Parti Beograd	67	Jurofungo Kuršumljija
29	Borpromet Bor	68	Kamenolom Valjevo
30	Bosss Group Niš	69	Kofeniks crep Kosjerić
31	Byt Net Valjevo	70	Koža Paraćin
32	Buffalo Čačak	71	Kupoprom Niš
33	Čelik Žitoradja	72	Kvanteks Loznica
34	Centar SZ Smederevo	73	Lofolen Loznica
35	Centar za zavarivanje Niš	74	LM Promet Čačak
36	Colormix Niš	75	MB Pelikan Niš
37	Delfin Travel Šabac	76	Menta Čačak
38	Deus Niš	77	Metal Box Lučani
39	Divert Beograd	78	Metal Finish Jagodina

79	Mia Pharm Paraćin		120	Žako Stara Moravica
80	Mis Produkt Bogojevići		121	Žito Srem Dobrinici
81	Mladost Kruševac		122	ZZ Ašanja Asanja
82	Milošić Niš		123	ZZ Donja Trepča Donja Trepča
83	Mlin Irig		124	ZZ Popinci
84	Morava Krušće		125	ZZ Ras Novi Pazar
85	Morava Turist UTP Ražanj		126	ZZ Sumrakovac Zaječar
86	Motoremont Čačak		127	ZZ Buducnost Žitoradja
87	Murati Komerc K. Kamenica GM		128	ZZ Vragočanica
88	Neon LG Kuršumlja		129	18 Oktobar Aleksandrovac
89	Nimont Perutina		130	Aeroinženjering Beograd
90	Novo polje Gornji Milanovac		131	Autotransport Niš
91	Oblik Vranje		132	Berilje Prokuplje
92	Omoljčanka Omoljica		133	Deko Bačko Gradište
93	Pekara Dimitrovgrad		134	Denimetal Merošina
94	Pelikan Print Niš		135	Dragačevo Beograd
95	Permark Novi Sad		136	Gradina Niš
96	Pita Promet Čačak		137	Kluz Tisa Bečež
97	Planta Spontanea Dobra Golubac		138	Kovgrap Stavitel Kovačica
98	Prolom Ćumić		139	Lipa Srpska Crnja
99	Raketa promet Užice		140	Lola Sarlah Pirot
100	Rasadnik Arandjelovac		141	Lovac Niš
101	Roly Poli Čačak		142	Luka Kovin
102	Sanat Jermenovci		143	Mladost Mionica
103	Simpek Bor		144	Nas dom Prokuplje
104	Simpor Batočina		145	Plamen Srem Sremska Mitrovica
105	Sport Com Niš		146	Potens Požega
106	Streco Niš		147	Progres Vrbas
107	Sušica Čajetina		148	Sava remont Mačvanska Mitrovica
108	Šumadija Ražanj		149	Severna Bačka Apatin
109	ULB Compani Lučani		150	Sipro Užice
110	Uranak Niš		151	TIB Blace
111	Tamp Senta		152	Udarnik Zrenjanin
112	Tehnoeksport Niš		153	Vronski Razanj
113	Topola Livar Topola		154	Alpis Kovin
114	Topolatrans Bačka Topola		155	Aries Lether Pančevo
115	Trilogi Sremska Mitrovica		156	Audio vizuelne atrakcije Zemun
116	Vlamiš Niš		157	Bami Putevi Beograd
117	VMB Kanjiža		158	Bio Therm Vučkovića Lučani
118	Vožd Dimitrovgrad		159	Ciglana 2 Oktobar Jasenovno
119	Zelena Svetlo Pirot		160	DBR Proizvodnja Požarevac

161	MID Beograd		178	Plavi golub Kelebija
162	Džersi Knaževac		179	Potisje Remont Ada
163	EI Akustika Svrlijig		180	Radaković Vršac
164	Hemkolor Zemun		181	SAD Igma Požarevac
165	Gaj Pančevo		182	Slap Tamnavac Ub
166	Agrotrgovina Erdevik		183	Sremska Mlekara Sremska Mitrovica
167	Drvo Miks Kanarevo		184	Trgotransport IGM Požarevac
168	Friigo Irva Vršac		185	Travel ATP Morava Vrnjačka Banja
169	Gradac Valjevo		186	Velturs Bela Crkva
170	Graditelj Indjija		187	VRP Company Paraćin
171	Jela Šabac		188	ZZ 14 Oktobar Saraorci
172	Kej Osanica Žagubica		189	ZZ Uvac Božetic Nova Varoš
173	Kompresor AK Čuprija		190	Jugoexport Avalafilm Beograd
174	Levač Rekovac		191	Krupanjka Krupanj
175	Live International Beograd		192	Plana transport Velika Plana
176	Mlekara Pančevo		193	Poljoprivreda Doline Orom
177	Momo Trade Šimanovci		194	TV Jasenica Smederevska Palanka

PRILOG 2. SPISAK PREDUZEĆA – UZORAK ZA RELATIVNE TROŠKOVE

1	Acikopromet Niš		40	Ekonom Ušće
2	Alpos Alatinica Aleksinac		41	Elektro Brest Čačak
3	Alpos Aleksinac		42	Energetic Plus Svrlijig
4	Alpos metalne konstr Aleksinac		43	Epogal Priboj
5	AD komerc Indjija		44	Eurokristal Alibunar
6	Agida Trans Čačak		45	Euroluxpetrol ELP8 Beograd
7	Agro Graf Commerce Arilje		46	Filcom Užice
8	Antić Čuprija		47	Filipović Čačak
9	Agro Morava Novo Selo		48	Fruit Niš
10	Avangardia Čačak		49	Grand komerc Čačak
11	Auto Impex Niš		50	Grand Trade Kragujevac
12	Balkan Air Company Niš		51	Grill Time Beograd
13	Banex Trans Goraždevac		52	HSC Computers Nova Varoš
14	Bard Niš		53	Ikon Niš
15	Belestrans Dimitrovgrad		54	Informa Čačak
16	Best Making Flour Product Rača		55	Investprojekt Niš
17	Blagojevic Zloćudovo Leskovac		56	Izis Beograd
18	Biljarda Mačkat		57	Javor Group Niš
19	Blue Commerce Golubinci		58	Javor Prijepolje
20	Borea Parti Beograd		59	Jomax Rušanj
21	Boss Group Niš		60	Jurofungo Kuršumljia
22	Byt Net Valjevo		61	Kofeniks Crep Kosjerić
23	Buffalo Čačak		62	Koža Paraćin
24	Čelik Žitoradja		63	Kupoprom Niš
25	Centar SZ Smederevo		64	Kvanteks Loznica
26	Centar za zavarivanje Niš		65	LM Promet Čačak
27	Colormix Niš		66	Lofolen Loznica
28	Da Car Euro Arilje		67	MB Pelikan Niš
29	Danilovići Press Užice		68	MDA Produkt Čuprija
30	Delfin Travel Šabac		69	Menta Čačak
31	Deus Niš		70	Metal Box Lučani
32	Djokovići NDZ Užice		71	Metal Finish Jagodina
33	Dominvest Niš		72	Mia Pharm Paraćin
34	Domos Metal Group Pančevo		73	Milošćić Niš
35	Donic EXIM Velika Plana		74	Mis Produkt Bogojevići
36	Drvopromet Lukić Arilje		75	Mladost Kruševac
37	Drvoukras Niš		76	Morava Krušće
38	Duga M Šabac		77	Morava Turist Ražanj
39	Djukanović Krupanj		78	Motoremont Čačak

79	Murati Komerc K. Kamenica		120	ZZ Donja Trepča
80	Neon LG Kuršumlja		121	ZZ Popinci
81	NK I. Maj Bogatić		122	ZZ Ras Novi Pazar
82	Nimont Perutina		123	ZZ Sumrakovac Zaječar
83	Novo Polje Gornji Milanovac		124	ZZ Vragočanica
84	Oblik Vranje		125	Žako Stara Moravica
85	Omoljčanka Omoljica		126	18. Oktobar Aleksandrovac
86	Pekara Dimitrovgrad		127	Aeroinžinjeri Beograd
87	Pelikan Print Niš		128	Autotransport Niš
88	Permark Novi Sad		129	Berilje Prokuplje
89	Pita promet Čačak		130	Denimetal Merošina
90	Planta Spontanea Dobra		131	Dragačevo Beograd
91	Prolom Čumić		132	Gradina Niš
92	Raketa promet Užice		133	Kluz Tisa Bečej
93	Rasadnik Arandjelovac		134	Kovgrap Stavitel Kovačica
94	Riboprodukt Požega		135	Lipa Srpska Crnja
95	Roly Poli Čačak		136	Lola Sarlah Pirot
96	Sanat Jermenovci		137	Lovac Niš
97	Simpek Bor		138	Luka Kovin
98	Simpdor Batočina		139	Mladost Mionica
99	SMD Petrol Čačak		140	Naš dom Prokuplje
100	Smrznuto Voće Arilje		141	Plamen Srem Sremska Mitrovica
101	Sport Com Niš		142	Potens Požega
102	Stočar promet Požega		143	Progres Vrbas
103	Streco Niš		144	Sava remont Mačvanska Mitrovica
104	Sumadija Ražanj		145	Severna Bačka Apatin
105	Tamp Senta		146	Sipro Užice
106	Tehnokспорт Niš		147	TIB Blace
107	Topola Livar Topola		148	Udarnik Zrenjanin
108	Topolatrans Bačka Topola		149	Vronski Ražanj
109	Trilogi Sremska Mitrovica		150	Alpis Kovin
110	ULB Company Lučani		151	Aries Lether Pančevo
111	UNI Pek Pančevo		152	Audio vizuelne atrakcije Zemun
112	Uranak Niš		153	Bami Putevi Beograd
113	Vlamis Niš		154	Bio Therm Vučkovića Lučani
114	VMB Kanjiža		155	Ciglana 2. Oktobar Jasenovo
115	Vožd Dimitrovgrad		156	DBR Proizvodnja Požarevac
116	Zeleno Svetlo Pirot		157	Džersi Knjaževac
117	Žito Srem Dobrinici		158	EI Akustika Svrlijig
118	ZZ Ašanja Ašanja		159	Hemkolor Zemun
119	ZZ Buducnost Žitoradja		160	Gaj Pančevo

161	Drvo Miks Kanarevo		173	SAD Igma Požarevac
162	Friigo Irva Vršac		174	Sremska Mlekara Sremska Mitrovica
163	Gradac Valjevo		175	Travel ATP Morava Vrnjačka Banja
164	Graditelj Indjija		176	Trgotransport IGM Požarevac
165	Kej Osanica Žagubica		177	Velturs Bela Crkva
166	Kompresor AK Čuprija		178	VRP Company Paraćin
167	Levač Rekovac		179	ZZ 14 Oktobar Saraorci
168	Live International Beograd		180	ZZ Uvac Božetic Nova Varoš
169	Mlekara Pančevo		181	Plana transport Velika Plana
170	Momo Trade Šimanovci		182	Poljoprivreda Doline Orom
171	Potisje Remont Ada		183	TV Jasenica Smederevska Palanka
172	Radaković Vršac			

Prilog 3. Biografija autora

Mr Todor Spariosu rođen je 1956. godine u Zrenjaninu. Gimnaziju je završio u Zrenjaninu. Studije ekonomije upisao je 1975. godine na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu koje je završio 1979. godine, sa prosečnom ocenom 9,00. Na istom fakultetu završio je postdiplomske studije odbranivši magistrsku tezu 1985. godine pod naslovom „Metodologija izrade i ocene investicionih projekata u agroindustrijskom kompleksu“.

Od 1981. do 2007. godine bio je zaposlen u Institutu ekonomskih nauka u Beogradu, najpre kao asistent, a zatim kao istraživač-saradnik. U svojstvu istraživača i rukovodioca bio je angažovan na mnogim projektima. Jedan od projekata jeste „Program ekonomskog oporavka Jugoslavije – privredni sistem i mere u 1994. godini“, tzv. Avramovićev program. Autor je i rukovodio je izradom separata (7): „Strategija upravljanja procesima dualizacije privrede (uloga i značaj skrivene-sive ekonomije u oporavku i stabilizaciji privrede“.

Od 2007. godine do 2012. godine bavio se poslovima ekonomskog konsaltinga u vlastitoj agenciji *Sparit*. Od 2012. do danas radi kao privatni konsultant.

Bibliografija:

Članci u časopisima:

Spariosu Todor (1994), Neformalna ekonomija u Jugoslaviji, *MAP*, br.8, Institut ekonomskih nauka, Beograd, str. 46-52.

Spariosu Todor (1995), Autonomna privatizacija i strukturiranje tržišta rada u Jugoslaviji, *MAP*, II, april, Institut ekonomskih nauka, Beograd, str. 36-44.

Spariosu Todor (2000), Više nego pouka. Maršalov plan i obnova Nemačke, I, *Ekonomski signali*, vol. 7, br. str. 71-73.

Spariosu Todor (2000), Više nego pouka. Maršalov plan i obnova Nemačke, II, *Ekonomski signali*, vol. 7, br. 73-74, str. 85- 90.

Spariosu Todor (2004), Tranzicija – sadržinsko određenje, *Škola biznisa*, Novi Sad, vol. 1, br. 1, str. 28-30.

Spariosu Todor (2005), Savremene tendencije u regulativi nesolventnosti, *Ekonomika preduzetništva*, vol. 41, br. 2/3, str. 62-72.

Spariosu Todor (2005), Intelektualna svojina i inovativnost, *Ekonomika preduzetništva*, vol. 41, br. 1, str. 41-48.

Spariosu Todor (2006), Stečaj i proces tranzicije u Srbiji, *Ekonomski anali*, vol. 51, tematski broj, str. 403-413.

Spariosu Todor (2006), Personalni stečaj – iskustva SAD, *Ekonomske teme*, vol. 44, br. 3, str. 119-130.

Spariosu Todor (2007), Uloga stečaja u procesu tranzicije, *Politička revija*, vol. 14, br. 2-4, str. 777-796.

Spariosu Todor (2016), Ekonomika obrazovanja – stara i nova pitanja, *Zbornik Matice srpske za društvene nauke*, Novi Sad. (U štampi)

Objavljena izlaganja na konferencijama:

Spariosu Todor (2007), Consumer Bankruptcy: European Experience. u: Ivanišević, M. (ur.), et al. *Accounting and Business Finance and Financial Market Development: Proceedings*, Beograd: Faculty of Economics of the University of Belgrade, Publishing Centre, str. 161-171.

Spariosu Todor (2007), Main Generators, Sectoral Incidence and Approaches to Estimating the Hidden Economy. in: Achakpa Priscilla. *Gender and Informal Economy = ICEA and PRENTICECONSULT Conference: Developing, Developed and Transition Countries*, Lagos: ICEA and PRENTICECONSULT, 2007, str. 90-111.

Spariosu Todor (2007), Stečaj i proces tranzicije u Srbiji. u: *Ekonomska tranzicija u Srbiji 2001-2005: Rezultati, strategije, perspektive: Beograd, 13. i 14. april 2006. Savetovanje ekonomista, privrednika i bankara*, Beograd: Ekonomski fakultet.

Samostalni naučni sastavni deo ili poglavlja u monografiji:

Spariosu Todor (1999), Merenje održivosti razvoja: ekonomski pristup, u: Petrović, M. (ur.), *Izazovi razvoja na prelazu u XXI vek*, Beograd: Institut ekonomskih nauka, str. 331-341.

Spariosu Todor (2006), Tranzicija i neformalna ekonomska aktivnost, u: Drašković, B. (ur.). *Stanje i perspektive privrede Srbije*. Beograd: Institut ekonomskih nauka: Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, str. 395-414.

Monografije i drugi radovi:

Radulović, J., Kotlica, S., Bošnjak, M., Simić, J., Spariosu, T., Pantović, M., Krunic-Lazić, M. (1997), *Životna sredina i razvoj: koncept održivog razvoja*, (Edicija Životna sredina i razvoj, god. 1, sv. 1). Beograd: Savezno ministarstvo za razvoj, nauku i životnu sredinu, XI, 276 str.

Drašković, B. (red), (1998), *Ekonomija prirodnog kapitala, Vrednovanje i zaštita prirodnih resursa*, Institut ekonomskih nauka, Beograd, (Todor Spariosu autor tačke 2 Prvog dela, kao i tačaka 1.2, 2 i 5 Drugog dela), 430 str.

Prilog 4.

Izjava o autorstvu

Potpisani: **Todor Ž. Spariosu**

broj upisa _____

Izjavljujem

da je doktorska disertacija pod naslovom

„Teorijska i empirijska analiza efikasnosti stečajnog procesa“

- rezultat sopstvenog istraživačkog rada,
- da predložena disertacija u celini ni u delovima nije bila predložena za dobijanje bilo koje diplome prema studijskim programima drugih visokoškolskih ustanova,
- da su rezultati korektno navedeni i
- da nisam kršio/la autorska prava i koristio intelektualnu svojinu drugih lica.

U Beogradu, 26. 4. 2016.

Potpis doktoranda

Prilog 5.

Izjava o istovetnosti štampane i elektronske verzije doktorskog rada

Ime i prezime autora: **Todor Ž. Spariosu**

Broj upisa:

Studijski program: Ekonomija

Naslov rada: **Teorijska i empirijska analiza efikasnosti stečajnog procesa**

Mentor: prof. dr Blagoje Paunović

Potpisani: **Todor Ž. Spariosu**

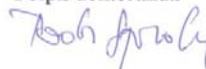
izjavljujem da je štampana verzija mog doktorskog rada istovetna elektronskoj verziji koju sam predao za objavljivanje na portalu **Digitalnog repozitorijuma Univerziteta u Beogradu**.

Dozvoljavam da se objave moji lični podaci vezani za dobijanje akademskog zvanja doktora nauka, kao što su ime i prezime, godina i mesto rođenja i datum odbrane rada.

Ovi lični podaci mogu se objaviti na mrežnim stranicama digitalne biblioteke, u elektronskom katalogu i u publikacijama Univerziteta u Beogradu.

U Beogradu, 26. 4. 2016.

Potpis doktoranda



Prilog 6.

Izjava o korišćenju

Ovlašćujem Univerzitetsku biblioteku „Svetozar Marković“ da u Digitalni repozitorijum Univerziteta u Beogradu unese moju doktorsku disertaciju pod naslovom:

„Teorijska i empirijska analiza efikasnosti stečajnog procesa“

koja je moje autorsko delo.

Disertaciju sa svim prilogima predao/la sam u elektronskom formatu pogodnom za trajno arhiviranje.

Moju doktorsku disertaciju pohranjenu u Digitalni repozitorijum Univerziteta u Beogradu mogu da koriste svi koji poštuju odredbe sadržane u odabranom tipu licence Kreativne zajednice (Creative Commons) za koju sam se odlučio/la.

1. Autorstvo

2. Autorstvo - nekomercijalno
3. Autorstvo – nekomercijalno – bez prerade
4. Autorstvo – nekomercijalno – deliti pod istim uslovima
5. Autorstvo – bez prerade
6. Autorstvo – deliti pod istim uslovima

(Molimo da zaokružite samo jednu od šest ponuđenih licenci, kratak opis licenci dat je na poledini lista).

U Beogradu, 26. 4. 2016.

Potpis doktoranda

