

Др Бранко Радуловић*

УНАПРЕД ПРИПРЕМЉЕНИ ПЛАНОВИ РЕОРГАНИЗАЦИЈЕ И ПРОБЛЕМ НЕГАТИВНЕ СЕЛЕКЦИЈЕ

Чланак представља прву детаљну економетријску анализу унапред припремљених планова реорганизације (УППР) у Србији. УППР даје изузетне подстицаје и представља пожељну опцију реструктурирања за дужнике у финансијским потешкоћама. На основу узорка од 97 случајева показујемо да УППР не успева да „филтрира“ дужнике чије пословање није одрживо, односно не налазимо да су дужници који подносе УППР у значајно бољем финансијском положају од оних чији се планови подносе након отварања стечајног поступка. Слабо филтрирање је последица неадекватне примене института УППР и пасивности поверилаца. У раду разматрамо регулаторни и тржишни приступ решавању проблема негативне селекције дужника који подносе УППР.

Кључне речи: *Унапред припремљени планови реорганизације. – Негативна селекција. – Стечај.*

1. УВОД

Након пет година примене Закона о стечају чини се да је најзначајнија промена стечајног оквира била она која се односи на увођење института унапред припремљеног плана реорганизације (УППР).¹ Значајан број, посебно великих привредних друштва у

* Аутор је доцент Правног факултета Универзитета у Београду, bradulovic@ius.bg.ac.rs

¹ Закон о стечају – ЗС, *Службени гласник РС*, бр. 104/09. У даљем тексту унапред припремљене планове реорганизације и енглеску реч *prepack* која се повремено користи у професионалној јавности користимо као синониме. О правилној употреби термина вид. Радуловић, Б. „Унапред припремљени планови реорганизације у Републици Србији – упоредно правно и емпиријска анализа“, усклађивање послов-

финансијским потешкоћама реаговао је на подстицаје које даје институт УППР-а.² Од почетка примене института, јуна 2010. године, до фебруара 2015. године поднето је преко 250 планова у којима укупне обавезе дужника износе више од три милијарде евра. Према тим показатељима, коришћење УППР-а као начина редефинисања дужничко-поверилачких односа, чак и у поређењу с развијеним привредама је у Србији веома заступљено.³

УППР је због економског значаја привредних друштава која су поднела такве планове привукао пажњу не само стручне јавности. Ипак, ставови у погледу УППР-а често су опречни. С једне стране, сматра се да се њима „купује време“ и изигравају повериоци чиме је примена института обесмишљена. С друге стране, УППР се сматра кључним инструментом у решавању проблема презадужености и неликвидности српске привреде.

И поред наведеног броја поступака и вредности дугова и имовине стечајних дужника, број радова који се бавио овим институтом је мали спрам његовог значаја. Спасић (2010) први разматра институт УППР-а и наводи његове предности у односу на редовну стечајну реорганизацију.⁴ Радуловић (2013) даје детаљан упоредно-правни преглед хибридних стечајних поступака у пет развијених стечајних система и Србији и приказује основне резултате прве три године примене овог института.⁵ Прелиминарни емпиријски налази указују да УППР успешно успева да комбинује формални и неформални приступ реструктурирању, те да омогућава релативно брз завршетак поступка (у просеку од покретања до усвајања потребно је око пет

ног права Србије с правом Европске уније, Вук Радовић (уред.), Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2013,57, 64.

² О карактеристикама стечајног оквира у Србији вид. В. Radulović, „Stečaj u Srbiji – činjenice, zablude i nenameravane posledice“, *Економска политика Србије у 2014: Могућности привредног раста у условима реформи и фискалне консолидације* В. Шошкић, М. Арсић (уред.), *Економски факултет Универзитета у Београду, Београд, 2014, 127–148.*

³ Поређења ради у САД је у 2014. години покренуто 6.504 стечајних поступка подношењем плана реорганизације од стране привредних друштава (такозваних *Chapter 11* поступака). Подаци о стечајним поступцима у САД доступни су на http://www.uscourts.gov/uscourts/Statistics/BankruptcyStatistics/BankruptcyFilings/2014/0914_f2.pdf По правилу поступци у којима се подноси УППР у САД су покренути од стране већих привредних друштава. У Француској која је попут Србије релативно скоро увела хибридне поступке, у 2013. години забележено је 1633 *sauegarde* поступка. Подаци о стечајним поступцима у Француској доступни су на <http://www.altares.fr/wp-content/uploads/2014/01/AltairesDefaSauvBilan2013.pdf> (посећено 1.4.2015).

⁴ Вид. С. Спасић, „Прерак као шанса за српску привреду“, *Право и привреда* 7–9/2010, 243–257. Поред тога Николић (2011), даје упоредни приказ одређених аспеката хибридних поступака у САД и Републици Србији. Вид. Н. Николић, „Прерак: америчко и српско решење“, *Право и привреда*, 4–6/2011,

⁵ Радуловић, 2013, 60 и даље.

месечи), уз знатно ниже трошкове (између 0,1% до 2,6% вредности укупних обавеза дужника).⁶ Док резултати у погледу заступљености, трошкова и брзине поступка сврставају Србију међу земље које су успешно уредиле и примениле хибридни поступак, садржај планова, односно предвиђене мере и реалност претпоставки на којима су оне засноване често нису задовољавајући. С повећањем броја поступака и истицањем периода мировања отплате дугова предвиђених усвојеним плановима до изражаја долазе проблеми примене института. У пракси, неиспуњавање планом предвиђених мера све чешће води започињању поступка банкротства дужника.

Закон о изменама и допунама Закона о стечају⁷ покушао је да одговори на неке од уочених проблема у пракси како би се: 1) смањило трајање поступка у коме је дужник мерама обезбеђења заштићен од принудног извршења и блокаде рачуна; 2) смањили подстицаји дужницима да подносе неизводљиве планове, 3) отклониле уочене неправилности и злоупотребе у примени, и 4) прецизније дефинисао положај поверилаца.⁸ Ипак, поставља се питање у којој мери ће измене омогућити да поднети планови буду изводљиви, односно да УППР користе дужници чије је пословање одрживо и чија структура поверилаца омогућава једноставно разрешавање конфликта интереса коришћењем овог института. Једна од потенцијалних грешака приликом измена Закона о стечају учињена је изменом чл. 156, ст. 3, тач. 3. Наведени члан је пре измена прописивао да се приликом подношења УППР-а доставља и потписана изјава већинских поверилаца по вредности потраживања сваке планом предвиђене класе да су сагласни са садржином плана и спремни да гласају за његово усвајање. Циљ такве одредбе било је спречавање подношења планова који немају потребну подршку поверилаца, као и измештање преговора ван суда, тако да поступак у оквиру суда буде што је могуће краћи. Наизглед, променом члана учињена је само језичка корекција, али је она по последицама и правном домаћају суштинске природе. Уместо изјаве о сагласности, повериоци сада изјављују само да су упознати са сад-

⁶ *Ibid.*, 93–97.

⁷ Закон о изменама и допунама Закона о стечају, *Службени гласник РС*, бр.83/14 ступио је на снагу 13. августа 2014.

⁸ Пре свега измењен је низ рокова у погледу поступка и садржине плана. У погледу рокова, укинут је рок трајања првостепеног поступка за усвајање планова које је претходно износило између 45 и 60 дана од дана доношења решења о покретању поступка, јер се законски рок у пракси у највећем броју случајева није поштовао. Такође, ограничено је максимално трајање мера обезбеђења на шест месеци, а прописан је и рок важности извештаја ревизора. У погледу садржине, поред обавезе навођења података о повезаним лицима, олакшана је припрема плана продужењем рока пресечног датума ванредног извештаја на 90 уместо претходног рока од 60 дана.

ржином плана, што не значи да исти и подржавају. Тиме се додатно олакшава проходност планова и потенцијално одобравање мера забране извршења, што ствара подстицај за злоупотребу института и негативну селекцију дужника.

Основни циљ рада јесте да детаљно емпиријски истражи основне карактеристике примене института УППР-а у Србији од његовог увођења. Рад има неколико специфичних циљева. Први се односи на истраживање везе између основних финансијских показатеља дужника и одлука поверилаца у погледу унапред припремљених планова реорганизације. У том контексту рад анализира детерминанте одлучивања о подношењу плана, односно објашњавању разлике између карактеристика дужника који подносе УППР и дужника чији се планови подносе сходно чл.164 Закона о стечају („обична“ стечајна реорганизација). Други циљ се односи на утврђивање детерминанти усвајања поднетих планова, односно разлике између планова дужника чији су унапред припремљени планови усвојени и оних чији су планови одбачени или повучени услед одсуства подршке већинских поверилаца.

Да би се постигли наведени циљеви у првом делу кратко разматрамо теоријске налазе и представљамо досадашња емпиријска истраживања. На основу те анализе формулишемо основне хипотезе које ће бити проверене у емпиријском истраживању. У том делу рада анализирамо факторе који утичу на подношење и изгласавање УППР-а. Самом емпиријском истраживању претходи дефинисање његове стратегије и кратак опис прикупљених података. Након приказа емпиријских резултата у закључку дајемо преглед основних налаза и разматрамо могућа решења.

2. ПРЕГЛЕД ТЕОРИЈСКИХ И ЕМПИРИЈСКИХ РАДОВА

Теоријска литература према нивоу финансијских потешкоћа дужника и сложености координационог проблема између поверилаца, УППР ставља између стечајне реорганизације и вансудског реструктурирања дугова, посебно наглашавајући предности УППР као хибридног облика у односу на поменуте алтернативне облике реструктурирања.⁹ УППР одликује низ предности у односу на

⁹ Вид. J. McConnell, H. Servaes, „The Economics of Pre-Packaged Bankruptcy“, *Journal of Applied Corporate Finance* 4/1991, 93–97. Мекконел и Сервес наводе да веће учешће комерцијалних поверилаца (који уобичајено имају и оскудне ресурсе да учествују у реструктурирању на начин на који то чине финансијски повериоци), као и хетерогеност њихових потраживања чине усвајање унапред припремљених планова мање вероватним.

стечајну реорганизацију, пре свега у погледу нижих директних и индиректних трошкова, дужине трајања поступка, али и омогућавања „личне управе“ дужника који задржава контролу над поступком.¹⁰ УППР има и низ предности у односу на вансудско реструктурирање, пре свега у погледу могућности наметања услова несагласним повериоцима, али и изрицања мере забране извршења и намирења ради заштите дужника.¹¹

Емпиријска литература која разматра избор између традиционалне стечајне реорганизације и УППР је релативно скромна.¹² Ташиџан, Лиз и Мекконел (*Tashijan, Lease and McConnel*) на основу узорка од 49 реструктурирања спроведених у САД у периоду 1986–1993. године пореде ефикасности стечајних реорганизација, вансудског реструктурирања и УППР.¹³ Налази потврђују теоријске предности УППР, при чему уочавају да је битна карактеристика таквих планова конверзија потраживања и промена власничке структуре. Беткер (*Betker*) такође анализира узорак од 49 УППР-а и добија резултате који потврђују теоријске налазе, при чему посебно анализира однос пореских подстицаја и проблем опортуног понашања поверилаца (hold-out проблем).¹⁴ Чатерџи, Дилон и Рамирез (*Chatterjee, Dhillon and Ramirez*) анализирају детерминанте избора између стечајне реорганизације, УППР-а и вансудског реструктурирања на подацима

¹⁰ Б. Радуловић (2013), 92.

¹¹ *Ibid.* 93. Због тренутно малог броја поступака у оквиру споразумног финансијског реструктурирања у Србији емпиријска анализа није могла да укључи и ту алтернативу.

¹² Емпиријска литература пореди пре свега стечајну реорганизацију и вансудско реструктурирање. Вид. на пример Гилсон, Џон и Ленг (1990) који разматрају вероватноћу избора формалног реструктурирања. Они налазе да је вероватноћа формалног реструктурирања већа: 1) када је учешће материјалне у укупној имовини дужника веће; 2) када постоји више класа поверилаца; 3) ако је ниско учешће потраживања банака у дугорочним обавезама предузећа. S.C. Gilson, et al. „Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default“, *Journal of Financial Economics*, 27/1990, 315–353. О другим студијама вид. В. Радуловић, „Врапци и голубови – Емпиријска анализа одлука о банкротству или реорганизацији у Републици Србији“, *Европска унија и Србија – Од транзиције до придруживања*, Иван Вујаčić (ured.), *Економски факултет Универзитета у Београду*, Београд, 2012, 82–83. Преглед емпиријске литературе дат је у J. Hotchkiss, et al. (2008), „Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress“ in Espen Eckbo, B. (ed.) (2008), *Handbook of Empirical Corporate Finance, Volume II (Handbooks in Finance)*, North Holland, Amsterdam, 230–286.

¹³ Поред поређења, аутори су посебну пажњу поклонили испољеним разликама између унапред изгласаних и унапред преговараних планова. Вид. Е. Ташиџан, Р. С. Леасе, Ј. Ј. Меконел, „Prepacks – An empirical analysis of prepackaged bankruptcies“, *Journal of Financial Economics* 40/1996.

¹⁴ Вид. В. Беткер, „An Empirical Examination of Prepackaged Bankruptcy“, *Financial Management* 24/1995, 3–18.

за САД у периоду од 1989. до 1992. године.¹⁵ Они показују да одлука о начину реструктурирања зависи од финансијског левериџа, размера проблема неликвидности и економских потешкоћа дужника, али и димензија координационог проблема између поверилаца. Дужници који бирају УППР су они који имају одрживо пословање, али и значајне проблеме с ликвидношћу.

Јост (*Yost*) такође разматра избор дужника између стечајне реорганизације, УППР-а и вансудског реструктурирања на узроку од 198 реорганизација спроведених у САД у зависности од три групе фактора.¹⁶ Прву групу фактора чине финансијски показатељи пословања дужника. Јост показује да се дужници суочени с изненадним губитком ликвидности пре одлучују за традиционалну реорганизацију или УППР.¹⁷ При томе, сходно очекивањима, дужници у традиционалним реорганизацијама имају веће проблеме с неликвидношћу. Другу групу фактора чине показатељи структуре извора финансирања. Дужници који спроводе неформално реструктурирање имају знатно веће учешће дугорочних кредита, при чему бележе убрзано задуживање у периоду од две године пре покретања реструктурирања. С друге стране, дужнике у традиционалним реорганизацијама одликује веће учешће краткорочних извора финансирања који такође убрзано расту у периоду од две године пре подношења почетка реструктурирања. Као трећи фактор Јост анализира присуство агенцијског проблема. Наиме, услед ексклузивног права дужника у САД да предложи план реорганизације постоји подстицај управи да се опортуно понаша, односно да ради задржавања постојећих позиција бира оне модалитете реструктурирања који стварају веће трошкове. Ипак, емпиријска анализа није потврдила да је реч о статистички значајном ефекту. Налази потврђују претходне резултате према којима постоје разлике између три вида реструктурирања и карактеристика дужника, тако да се закључује да

¹⁵ B. S.Chatterjee, U. Dhillon, and G. Ramirez „Resolution of Financial Distress: Debt Restructurings via Chapter 11, Prepackaged Bankruptcies, and Workouts“, *Financial Management* 25/1996, 5–18. Чатерџи, Дилон и Рамирез користе униваријациону анализу и мултиномну логистичку регресију, с обзиром на то да не анализирају једноставан бинарни избор, већ избор између три алтернативе.

¹⁶ Вид. K.Yost, „The choice among traditional Chapter 11, prepackaged bankruptcy, and out-of court restructuring“, *Working paper, University of Wisconsin-Madison*, 2002.

¹⁷ Попут Чатерџија, Дилона и Рамиреза, и Јост користи мултиномну логистичку регресију. Резултати показују да финансијске перформансе дужника имају кључну улогу у избору између алтернативних видова реструктурирања. Дужници чији је рацио пословних прихода у односу на вредност имовине већи опредељују се за вансудско реструктурирање. Разлика између унапред припремљених и обичних планова објашњава се и бољим финансијским резултатима дужника и пословањем у сектору који бележи значајан пад тржишне вредности.

ex ante филтрирање дужника у САД функционише.¹⁸ Дужници који су суочени с релативно мањим финансијским потешкоћама бирају вансудско реструктурирање, они у знатно већим потешкоћама бирају традиционалну реорганизацију, док УППР користе дужници чији је финансијски положај негде између. Наведени рад, осим доспелости потраживања поверилаца не разматра детаљније утицај структуре поверилаца на доношење одлуке. Поред наведених и неколико других радова посматра специфичне димензије УППР-а и традиционалних стечајних реорганизација. Тако Карапето (*Carapeto*) на основу модела ценкања пореди УППР с обичном стечајном реорганизацијом и емпиријски анализира факторе који могу довести до одуговлачења усвајања плана.¹⁹

На основу анализе теоријске и емпиријске литературе, основни налази у односу на избор опције реструктурирања указују да они углавном зависе од финансијских показатеља предузећа, сектора у коме предузеће послује, очекиваних проблема координације поверилаца, учешћа обезбеђених потраживања и могућности опортуног понашања поверилаца. При томе УППР је вероватнији за предузећа која имају боље показатеље, за секторе који су мање погођени економском и финансијском кризом, као и за предузећа у којима је проблем координације и опортуног понашања поверилаца мањи.

У домаћој литератури, Радуловић (2013) описује основне карактеристике УППР-а на релативно малом узорку и разматра факторе који утичу на три одлуке које се доносе током стечајног поступка – одлуку да се поднесе (стечајни) план реорганизације, одлуку о банкротству стечајног дужника и одлуку да се (стечајни) план реорганизације одбаци.²⁰ Радуловић (2012) користи велики узорак од преко 500 стечајних дужника у Републици Србији чији је поступак покренут и отворен након усвајања Закона о стечају 2010. године и налази да одлука о подношењу УППР зависи од карактеристика самог дужника, одлука о реорганизацији зависи како од финансијских показатеља дужника, тако и од структуре поверилаца, док одлука о потврђивању плана зависи од својинског облика дужника, али и учешћа банака као разлучних поверилаца. У односу на иницијални период након доношења Закона о стечају дошло је до промене релативног значаја алтернативних стечајних поступака. Иако су оба рада и даље релевантна у погледу анализе бан-

¹⁸ О стечају као механизму филтрирања дужника вид. М. White, „Corporate Bankruptcy as a Filtering Device: Chapter 11 Reorganizations and Out-of-Court Debt Restructurings“, *Journal of Law, Economics and Organization* 2/1994, 268.

¹⁹ М. Carapeto, „Bankruptcy bargaining with outside options and strategic delay“, *Journal of Corporate Finance*, 11/ 2005, 736–746.

²⁰ Радуловић (2013).

кротства и обичних реорганизација, као и основних карактеристика унапред припремљених планова, измењене околности и значајан раст коришћења УППР-а, као и непостојање детаљног емпиријског разматрања ове теме намеће потребу за додатном анализом.

3. ОДЛУКЕ О ПОДНОШЕЊУ ПЛАНА И ГЛАСАЊУ ЗА ПЛАН

Анализа УППР-а обухвата период од почетка примене новог Закона о стечају до фебруара 2015. године. Подаци о плановима реорганизације и поступцима су прикупљени на основу информација објављених на интернет порталу привредних судова и огласа о стечајним предметима објављених у *Службеном гласнику РС*. Планови су преузети с интернет страница Агенције за привредне регистре, док је један број планова који није доступан прибављен од правних и финансијских саветника дужника односно привредних судова. База података садржи 560 идентификованих поступака у периоду од 2010 до фебруара 2015. године у којима су дужници или други овлашћени предлагачи поднели унапред припремљене или обичне планове реорганизације. Како би се утврдио статус предмета за сваког од стечајних дужника поред плана реорганизације прибављена су релевантна решења о покретању, отварању односно обустави поступка. Сваки план је кодификован тако да садржи преко 60 појединачних информација (о дужнику, његовом пословању, структури поверилаца, карактеристикама плана, укључујући број класа, стопе предвиђеног намирења класа поверилаца, итд.). На тај начин је обрађено 190 доступних планова. То је знатно мање од укупног броја, јер један број планова није доступан, а значајан број планова још увек није правоснажан или је одлуком другостепеног суда потврђени план укинут. Поједини дужници су поново подносили планове након што су им претходни одбачени, одбијени или су усвојени планови након жалбе укинута одлуком другостепеног суда. Један број планова је изостављен јер не садржи потребне, често основне податке, или их није било могуће ни посредно утврдити. Коначно, за потребе анализе ограничили смо се на планове великих и средњих привредних друштава, и то тако да имовина дужника буде већа од милион евра. База коришћена у раду садржи 97 планова реорганизације. Укупна вредност утврђених обавеза у узорку износи више од 1,9 милијарди евра, док процењена вредност имовине износи преко 1,6 милијарди евра. То је око половине вредности утврђених потраживања и имовине у поступцима реорганизације од почетка примене Закона о стечају 2010. године. У узорку доминирају УППР-и, што је случај и у пракси

након 2013. године, а посебно за велика и средња предузећа која су обухваћена узорком.

Претпоставка од које полазимо је да дужници бирају вид реорганизације на основу својих пословних и финансијских показатеља и структуре дугова. С обзиром на то да дужници који припремају УППР и преговарају са својим повериоцима немају нужно блокиране рачуне, као стечајни разлог могу да користе претећу великвидност. Дужници за које се план реорганизације подноси у оквиру „обичног“ стечајног поступка по правилу као стечајне разлоге користе несолвентност и/или великвидност. Стога је логично формирати хипотезу према којој су финансијски и пословни показатељи дужника који подносе УППР нешто бољи. Бољи финансијски положај дужника у складу је са сличним налазима приказаним у прегледу литературе. Уколико је то случај, онда институт УППР даје резултате, јер се ранијим покретањем поступка смањују не само директни, већ и индиректни трошкови стечаја.

Друга претпоставка односи се на координациони проблем. Дужници чија је структура поверилаца сложенија и где је координациони проблем израженији опредељују се за формални стечајни поступак. Супротно, за дату величину дужника и његову задуженост једноставнија структура поверилаца омогућава лакше разрешавање дужничко-поверилачких односа кроз УППР. Сходно, друга хипотеза је да дужници у таквим околностима једноставније прибављају сагласност већинских поверилаца, те да се планови једноставније подносе и усвајају.

На основу прикупљених података и формулисаних хипотеза разматрамо две кључне одлуке у погледу унапред припремљених планова реорганизације. Прво разматрамо одлуку самог дужника да поднесе УППР у односу на опцију стечајне реорганизације. Табела 1 приказује основне податке о коришћеном узорку. Према ванредним финансијским извештајима датим у плановима реорганизације такви дужници су у просеку солвентни непосредно пре подношења УППР-а, док код обичних реорганизација имовина покрива 93% утврђених обавеза. Такође, дужина периода трајања финансијских потешкоћа је нешто краћа, јер је у просеку број година у којима дужник бележи нето губитак нешто дужи (1,9 у односу на 1,5 година). С друге стране, према основним карактеристикама структуре поверилаца према коришћеним показатељима готово и да нема разлике.

Табела 1: Дескриптивна статистика коришћеног узорка

Реорганизација	Променљива	Просек	Медијана	Ст.дев.	Мин.	Макс.	Број
Стечајна	Солвентност (пословна имовина/ обавезе)	0.93	0.87	0.47	0.36	2.54	26
	Привредно друштво приватизовано	0.46	0.00	0.51	0.00	1.00	26
	Учешће сталне имовине у ликв. вредност	0.76	0.93	0.33	0.00	1.00	25
	Број година у којима дужник бележи нето губитак (од последње три)	1.88	2.00	1.03	0.00	3.00	26
	ln (укупне обавезе)	19.94	19.93	1.20	17.96	21.72	26
	Учешће различних поверилаца	0.34	0.36	0.27	0.00	0.98	26
	Учешће банака као различних поверилаца	0.26	0.16	0.27	0.00	0.98	26
	Број класа поверилаца	4.08	4.00	1.23	2.00	7.00	26
УППР	Солвентност (пословна имовина/ обавезе)	1.00	0.97	0.47	0.22	2.65	71
	Привредно друштво приватизовано	0.54	1.00	0.50	0.00	1.00	71
	Учешће сталне имовине у ликв. вредност	0.63	0.66	0.29	0.00	1.00	64
	Број година у којима дужник бележи нето губитак (од последње три)	1.49	1.00	1.09	0.00	3.00	71
	ln (укупне обавезе)	20.79	20.84	1.37	18.07	24.08	71
	Учешће различних поверилаца	0.34	0.29	0.27	0.00	0.97	71
	Учешће банака као различних поверилаца	0.24	0.20	0.21	0.00	0.83	71
	Број класа поверилаца	5.69	5.00	2.50	1.00	14.00	71
Укупно	Солвентност (пословна имовина/ обавезе)	0.98	0.92	0.47	0.22	2.65	97
	Привредно друштво приватизовано	0.52	1.00	0.50	0.00	1.00	97
	Учешће сталне имовине у ликв. вредност	0.66	0.74	0.31	0.00	1.00	89
	Број година у којима дужник бележи нето губитак (од последње три)	1.60	2.00	1.09	0.00	3.00	97
	ln (укупне обавезе)	20.56	20.71	1.37	17.96	24.08	97
	Учешће различних поверилаца	0.34	0.31	0.26	0.00	0.98	97
	Учешће банака као различних поверилаца	0.25	0.19	0.23	0.00	0.98	97
	Број класа поверилаца	5.26	5.00	2.34	1.00	14.00	97

Од укупно 97 реорганизација, 71 је покренута подношењем УППР-а. При томе се однос с протеком година променио у корист УППР-а. У 2010. години од 13 реорганизација, чак 10 је спроведено обичним поступком реорганизације. У 2014. години у узроку се не налази ниједна реорганизација која је окончана стечајном реорганизацијом, док узорак садржи чак 14 унапред припремљених планова. Другим речима, релативна важност обичних реорганизација је нагло опала, па се намеће питање да ли је тај прелазак с обичних на унапред припремљене планове био суштински, тако да се предузећа која подносе планове заиста разликују од оних које одликује дугорочна неликвидност и несолвентност или се због одсуства „филтрирања“ и подстицаја које ствара УППР дошло до негативне селекције. За изабране променљиве коришћењем униваријационе анализе разматран је статистички значај разлике између посматраних просечних вредности у случају коришћења УППР-а и обичног плана реорганизације (Табела 2).

Табела 2: Униваријациона анализа – разлика УППР и стечајних реорганизација

Променљива	УППР	Обичан	t-test		Једнострани		Број
Солвентност (пословна имовина/ обавезе)	1.00	0.93	-0.683				97
Учешће сталне имовине у ликв. вредности	0.63	0.76	1.701	*	diff> 0	**	89
Број година у којима дужник бележи нето губитак (од последње три)	1.49	1.88	1.628		diff> 0	*	97
ln (укупне обавезе)	20.79	19.94	-2.994	***	diff <0	***	97
Учешће различних поверилаца	0.34	0.34	-0.035				97
Учешће банака и финансијских институција као поверилаца	0.438	0.434	-0.064				97
Учешће банака као различних поверилаца	0.24	0.26	0.190				97
Број класа поверилаца	5.69	4.08	-4.214	***	diff <0	***	97
* <0.1, ** <0.05 and *** <0.01							

На основу добијених резултата можемо закључити да су кључне разлике између УППР-а и планова који се подносе у оквиру редовног поступка поред величине дужника и нешто бољи финансијски положај дужника који подносе УППР. Предузећа која су се опредељивала за УППР нешто мање времена су провела у финансијским потешкоћама (израженог у периодима пословања с нето губитком) односно око 1,5 годину пре него што су поднела планове реорганизације, али имају мање учешће сталне имовине према

укупно ликвидационој имовини.²¹ Величина предузећа и комплексност структуре потраживања огледа се и у просечном броју класа који је у просеку за 1,5 већи у УППР-има. С друге стране, у погледу структуре поверилаца, разлике су незнатне. Учешће различних поверилаца, односно учешће банака као различних поверилаца је готово идентично, тако да се не може тврдити да је структура потраживања битна приликом опредељивања за УППР, односно да су унапред припремљени планови вероватнији за дужнике код којих је учешће различних поверилаца или банака у укупним потраживањима од дужника веће или мање.²² Подаци указују да УППР донекле успева да филтрира дужнике, али да је разлика у финансијском положају дужника релативно мала, те да се дужници по правилу јављају када су у поодмаклој фази кризе. У таквим околностима УППР је пожељна опција, како у погледу значајно мањих трошкова стечајног поступка, тако и услед могућности да управа дужника настави да води привредно друштво и током стечајног поступка.

Наведене налазе потврђујемо и једноставним микроеконометријским моделима.²³ Модели детаљније разматрају факторе који објашњавају шта има пресудан утицај на одлуку о подношењу УППР-а. Фактори су груписани тако да описују дужника (величину, ниво солвентности у тренутку подношења плана, дужину трајања финансијских потешкоћа), окружење (локацију, индустријски сектор), структуру поверилаца (број класа, учешће различних поверилаца у укупним потраживањима, односно учешће банака као различних поверилаца). С обзиром на то да низ променљивих (нпр. учешће домаћих банака или сектор у коме дужник обавља претежну делатност) не побољшава модел нисмо их приказали у Табели 3. У моделима је зависна променљива бинарна тако да узима вредност један ако је поднет УППР, односно нула ако то није учињено. Табела садржи и очекивања у погледу знака појединачних променљивих (хипотезе). На пример, очекује се да је подношење УППР мање ве-

²¹ Разлика је делом резултат знатно већег броја обичних планова током периода важења одредаба о „аутоматском“ стечају, када су дужници или стечајни управници подносили планове након отварања стечајног поступка за дужнике чији су рачуни дужи период били блокирани.

²² Сличан резултат добија се и за променљиву учешћем банака у укупним потраживањима. Променљива која може имати битну улогу је број пословних банака као поверилаца, али она није кодирана, тако да није укључена у анализу.

²³ С обзиром на природу чланка задржаћемо се на једноставним техникама економетријске анализе, односно представљамо само једноставну верзију пробит модела (микроеконометријског модела бинарног избора). Приликом формирања модела коришћено је више тестова спецификације модела квалитативне зависне променљиве (на пример, изостављање одређених променљивих, трансформација релевантних променљивих и сл.). Укључивање других расположивих варијабли нема суштински утицај на закључке представљене у раду. Коришћени подаци, програм и објашњења доступни су преко интернет странице www.ius.bg.ac.rs/radbra.

роватно ако је предузеће дужи период у финансијским потешкоћама или ако је степен несолвентности већи. Такође, очекује се да с растом учешћа сталне имовине у ликвидационој вредности дужника или пословних банака као разлучних поверилаца вероватноћа подношења УППР-а опада. Што је стална имовина већа, повериоци ће уместо усвајања плана реорганизације као мање извесном и дугорочном опцијом намирења покушати да се намире на други начин. За одређене променљиве предзнак може узети и позитивну и негативну вредност. С једне стране, комплекснији случајеви (апроксимирани бројем класа) захтевају већи степен формалности (именовање стечајног управника, попис, утврђивање потраживања) тако да је очекивани предзнак негативан. С друге стране, комплексни случајеви стварају високе трошкове тако да дужници имају додатан подстицај да их избегну коришћењем УППР-а (очекивани предзнак позитиван). У том случају, предзнак зависи од тога који ће од наведених ефеката преовладати.

Табела 3: Детерминанте подношења УППР

Променљива	Хипотеза (очекивани знак)	Модел (1)	Модел (2)	Модел (3)	Модел (4)	Модел (4)
ln (вредност укупних обавеза)	(+)	0.354***	0.232*	0.234*	0.254*	0.275*
		(2.893)	(1.696)	(1.707)	(1.698)	(1.793)
Број година у којима дужник бележи нето губитак (од последње три)	(-)	-0.165	-0.130	-0.144	-0.256	-0.249
		(-1.156)	(-0.874)	(-0.954)	(-1.534)	(-1.505)
Солвентност (пословна имовина/обавезе)	(+)	0.408	0.447	0.500	0.397	0.547
		(1.219)	(1.277)	(1.359)	(0.989)	(1.273)
Број класа	(+/-)		0.198**	0.196**	0.164	0.155
			(2.003)	(1.971)	(1.628)	(1.555)
Учешће банака као разлучних поверилаца	(-)					-0.541
						(-0.558)
Учешће разлучних поверилаца	(-)			-0.315	0.234	
				(-0.536)	(0.303)	
Учешће банака и финансијских институција у обавезама дужника	(+/-)				-0.808	
					(-1.138)	
					-0.571	-0.451
Учешће сталне имовине у ликвидационој вредности	(-)				(-1.034)	(-0.599)
						-0.394
						(-0.717)
Константа		-6.723**	-5.258*	5.226*	-4.678	-5.285
		(-2.535)	(-1.880)	(-1.865)	(-1.523)	(-1.650)

Променљива	Хипотеза (оčekивани знак)	Модел (1)	Модел (2)	Модел (3)	Модел (4)	Модел (4)
χ^2 (cc)		12.070 (3)	17.031 (4)	17.320(5)	18.888(7)	19.107 (7)
Pseudo R ²		0.107	0.151	0.154	0.179	0.181
N		97	97	97	89	89
AIC		108.702	105.742	107.454	102.808	102.589
BIC		119.001	118.615	122.902	122.717	122.498

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

AIC и BIC представљају Акаике и Бајесов информациони критеријум тако да нижа добијена вредност означава бољи модел.

Резултати потврђују претходне налазе да су величина потраживања и број класа различити у односу на обичне планове реорганизације. Ипак, нисмо утврдили да је финансијски положај дужника статистички значајно различит за дужнике који подносе УППР у односу на обичне планове реорганизације. Статистичка значајност варијабли које илуструју финансијски положај (солвентност и број периода пословања са губицима) остварена је у неколико модела с већим бројем вештачких променљивих (сектор, приватизација, итд.), али су ти налази имали незадовољавајући ратио веродостојности и друге проблеме те нису представљени. У погледу структуре поверилаца, добијени налази су у складу с резултатима добијеним приликом анализе обичних планова реорганизације.²⁴ Радуловић налази да за подношење обичних планова „ни учешће обавеза према банкама, ни учешће обезбеђене у укупној имовини нису статистички значајне“ променљиве, због тога што наведени повериоци по правилу немају значајну улогу у припреми плана. С обзиром на то да је предмет наведене анализе другачији и да узорак обухвата више од 500 поступака банкрота и стечајних реорганизација, објашњење у случају УППР-а је другачије. У односу на обичне планове реорганизације, већински повериоци имају значајну улогу од самог почетка припреме УППР-а. Иако према закону искључиво дужник може да поднесе УППР, у претходном периоду било је потребно прибавити и сагласност већинских поверилаца. С обзиром на то да УППР немају другачију структуру потраживања у односу на обичне планове, резултати указују да већински повериоци, у које најчешће спадају и пословне банке, „пуштају“ планове. Можемо закључити да је механизам филтрирања у првом кораку, тј. приликом доношења одлуке о подношењу плана релативно слаб. Коначно, модели имају релативно висок проценат тачности предвиђања (између 71 и 75 процената).

Друго питање односи се на факторе који су пресудни да поднети УППР буде усвојен, односно у којој мери структура поверилаца

²⁴ Радуловић, 2012. 88.

утиче на коначан исход. У овом случају очекујемо да ће повериоци гласати против плана ако је реч о мањем привредном друштву, ако је друштво провело дужи период у финансијским потешкоћама, односно ако је ниво солвентности нижи. Такође, претпостављамо да ће план бити одбачен ако је учешће сталне у укупној имовини веће. Дилема постоји око утицаја различних поверилаца и пословних банака на одлуку о одбијању. Вајт предвиђа да вероватноћа усвајања плана реорганизације опада ако расте учешће необезбеђених потраживања²⁵. Очекујемо да је гласање против УППР-а мање вероватно ако су пословне банке доминантне међу различним повериоцима.

Добијени резултати униваријационе анализе приказани су у Табели 4. Не можемо да тврдимо да постоји статистички значајна разлика између потврђених и одбачених УППР-а како за низ финансијских показатеља, тако и за сваку од варијабли које приказују структуру обавеза дужника. Поред приказаних променљивих, за низ других варијабли добијен је резултат који не указује на постојање статистички значајне разлике. Коначно, ни већи број модела није садржао резултат вредан приказивања, при чему је резултат модела био такав да за коришћене променљиве нисмо могли да покажемо да бар један од коефицијената није једнак нули.

Табела 4: Униваријациона анализа потврђивања УППР

Променљива	Потврђен	Одбачен	t-test	Једнострани	Број
Солвентност (пословна имовина/обавезе)	1.04	0.88	1.1849		71
Учешће сталне имовине у ликв. вредности	0.601	0.724	-1.4572	diff <0*	64
Број година у којима дужник бележи нето губитак (од последње три)	1.40	1.81	-1.3170		71
ln (укупне обавезе)	20.80	20.77	0.0644		71
Учешће различних поверилаца	0.353	0.317	0.4349		71
Учешће банака и финансијских институција као поверилаца	0.445	0.414	0.3280		71
Учешће банака као различних поверилаца	0.258	0.198	0.9434		71
Број класа поверилаца	5.6	6	-0.5201		71

* <0.1, ** <0.05 and *** <0.01

Одсуство разлике, имајући у виду да су УППР-и потиснули обичне планове реорганизације, указује на одсуство филтрирања, односно на потенцијално значајно учешће грешке типа I, односно на усвајање планова дужника који по својим карактеристикама немају

²⁵ M. White, „The Corporate Bankruptcy Decision“, *The Journal of Economic Perspectives*, 2/1989, 129–151.

одрживо пословање. У прилог овом закључку иде и чињеница да у посматраном узорку скоро 30% планова није спроведено, тако да су дужници завршили поново у стечајном поступку, али овог пута у банкроту.

4. ЗАКЉУЧАК

Подстицај дужнику у финансијским потешкоћама да поднесе УППР, у поређењу с другим опцијама, је веома велик. С једне стране, уграђени подстицаји могу имати позитивне ефекте уколико подстичу дужнике да: 1) правремено поднесу планове и 2) да су планови након адекватног „филтрирања“ од стране поверилаца усвојени ако је пословање дужника одрживо. С друге стране, ако се планови због претераних подстицаја подносе неселективно и ако „филтрирање“ не функционише долази до проблема негативне селекције, односно усвајања планова у случајевима када дужник нема одрживо пословање.

Подаци указују да је разлика у финансијском положају дужника који подносе УППР и оних за које се планови подносе у оквиру „редовног“ стечајног поступка релативно мала, те да се дужници по правилу јављају када су у поодмаклој фази кризе. Одсуство значајније разлике у погледу основних финансијских и пословних показатеља дужника указује на проблем негативне селекције у примени института УППР-а. Проблем негативне селекције може се решити у другом кораку, приликом потврђивања плана. Ипак, у складу с очекивањима (с обзиром на то да се преговори воде пре подношења плана реорганизације) поднети УППР испољавају релативно висок степен потврђивања од стране поверилаца, тако да проблем негативне селекције опстаје.

Због чега повериоци омогућавају подношење, а затим и усвајање таквих планова? Део објашњења лежи и у пасивности већинских поверилаца током припреме плана, односно пре подношења плана. Другим речима, већински повериоци омогућавају подношење и реагују *ex post*, ако нису задовољни понуђеним условима намирења. У пракси се повериоци (пре свега банке) често ослањају на други степен, тј. Привредни апелациони суд као корективни фактор. У нашем узорку чак 36 од 76 потврђених унапред припремљених планова, било је ожалбено, а значајан број решења био је укинут. Проблем таквог приступа је нејасан положај дужника, док се поступак пролонгира. Поред тога, планови по правилу предвиђају стопроцентно намирење не само различитих поверилаца, док су олакшице дужнику ограничене само на продужење периода отплате. С обзиром на то да

им се према усвојеном плану износ укупних потраживања не мења, повериоци се опредељују за стратегију чекања, очекујући боље намирење у будућности. Потпуно разумевање понашања поверилаца, а пре свега пословних банака, захтева додатну анализу којом би се објаснило њихово одлучивање о УППР-има, односно како начин и услови намирења утичу на њихове одлуке.

Питање које се намеће је на који начин смањити негативну селекцију. Овде наводимо два потенцијална приступа. Први регулаторни приступ подразумева измену прописа тако да се отежа подношење и/или усвајање УППР-а. Отежавање подношења могуће је стриктнијом применом одредаба које се тичу изјава поверилаца. Проблем у примени таквог решења је што уместо изјаве о сагласности повериоци, након усвојених измена Закона о стечају, сада треба само да изјаве да су упознати са садржином плана реорганизације. Тиме се додатно омогућава олакшано подношење планова и ствара подстицај за злоупотребу института. Коначни ефекти таквог решења зависе од предстојећих измена Правилника о начину спровођења реорганизације унапред припремљеним планом реорганизације и садржини тог плана.²⁶ Поред отежаног подношења, могуће је отежати усвајање УППР-а, на пример тако што би се уместо обичне већине потраживања тражила двотрећинска већина, али то захтева измене постојећег Закона о стечају.

Други, тржишни приступ, подразумева наставак примене постојећег законског оквира. С озбиром на то да су повериоци дали шансу дужницима усвајањем плана, али да такви планови не омогућавају да дужници спроведу суштинско реструктурирање, предстоји даље признавање грешки првог типа односно банкрот дужника, али и значајан број нових покушаја дужника чији су планови већ били усвојени. Решавање проблема тржишним приступом, значи да би такви планови морали да садрже одредбе које омогућавају суштинско реструктурирање или ће то бити ликвидациони планови реорганизације којима се врши промена власништва над дужницима.

²⁶ *Службени гласник РС*, бр. 37/10.

Dr. Branko Radulović

Assistant Professor

University of Belgrade Faculty of Law

PREPACKS AND THE ADVERSE SELECTION PROBLEM

Summary

The article presents the first detailed econometric analysis of pre-packaged reorganization plans in Serbia. Pre-pack offers tremendous incentives for debtors in financial difficulties making it their preferred restructuring alternative. Using the sample of 97 cases, we show that pre-pack fails to filter out inefficient firms as we find no evidence to suggest that the debtors who file pre-packaged plans are in significantly better financial position than those whose plans are submitted after the opening of bankruptcy proceedings. Filtering failure is a result of the poor implementation of the law and creditors' passivity. We examine regulatory and market approaches for solving the problem of adverse selection of debtors filing a pre-packaged bankruptcy.

Key words: *Pre-packaged reorganization plans. – Adverse selection. – Bankruptcy.*