SVEUČILIŠTE JOSIPA JURJA STROSSMAYERA U OSIJEKU

EKONOMSKI FAKULTET U OSIJEKU

EKONOMSKI ASPEKTI STEČAJA I RESTRUKTURIRANJA U STEČAJU

DOKTORSKA DISERTACIJA

mr. sc. DOMAGOJ SAJTER

OSIJEK, 2008.

Posveta

Dragoj Blanki,
hvala na podršci i strpljenju

Sadržaj

1. Uvod *1*

2. Ekonomska perspektiva pravnih elemenata stečajnog postupka u Republici Hrvatskoj *8*

2.1. Terminologija **12**

2.1.1. Stečaj i insolventnost 13

2.1.2. Stečajno pravo i insolvencijsko pravo 15

2.1.3. Restrukturiranje u stečaju i stečajni plan 20

2.2. O stečajnom postupku u Republici Hrvatskoj **24**

2.3. Elementi procedure stečajnog postupka u Hrvatskoj **26**

2.3.1. Stečajni razlozi 29

2.3.2. Troškovi stečajnog postupka 31

2.3.3. Redoslijed isplata 33

2.4. Oblici stečajnog postupka u Republici Hrvatskoj **35**

2.4.1. Prethodni stečajni postupak 35

2.4.2. Skraćeni stečajni postupak 37

2.4.3. Stečaj male vrijednosti 38

2.4.4. Osobna uprava 39

2.4.5. Restrukturiranje u stečaju – stečajni plan 41

2.4.6. Međunarodni stečaj 43

2.5. Nedostaci i moguća unaprjeđenja Stečajnog zakona **45**

2.5.1. O reformama stečajnog prava 45

2.5.2. Nadzor nad stečajnim sucem i upraviteljem i imenovanje upravitelja 49

2.5.3. Sustav dostave dokumenata 53

2.5.4. Prava i obveze radnika 55

2.6. Distinkcija poštenih i nepoštenih stečajeva **55**

2.6.1. Pošteni stečajevi 59

2.6.2. Nepošteni stečajevi 61

2.7. Propisi Europske unije na području stečajeva **66**

2.7.1. Europska konvencija o stečajnom postupku 68

2.7.2. Regulativa Vijeća Europske unije o stečajnim postupcima 71

2.8. Pravna praksa i politički elementi vezani uz stečajne postupke u Republici Hrvatskoj **74**

3. Ekonomski aspekti stečaja *81*

3.1. Efikasnost u stečaju **84**

3.2. Faza akumulacije poslovnih poteškoća **87**

3.3. Faza imanentne opasnosti od stečaja **90**

3.4. Ekonomski aspekti stečajne procedure **91**

3.4.1. Ekonomski ciljevi stečaja 92

3.4.2. Trošak, trajanje i drugi indikatori kvalitete stečajnog sustava u Hrvatskoj i u svijetu 94

3.4.3. Određivanje realne vrijednosti dužnika i prodaja imovine 101

3.4.4. Evaluacija mogućnosti restrukturiranja 104

3.4.5. Trošak stečajnog postupka 105

3.5. Post-stečajni ekonomski aspekti **107**

3.6. Model četiri stečajna procesa **109**

3.7. Krizni menadžment **119**

3.8. Uzroci stečaja **124**

3.8.1. Eksterni uzroci stečaja 125

3.8.2. Interni uzroci stečaja 127

3.9. Računovodstvo u stečaju **131**

4. Restrukturiranje u stečaju *134*

4.1. Restrukturiranje u stečaju i „stečajni plan“ **142**

4.2. Procjena vrijednosti stečajnog dužnika **143**

4.2.1. Metode relativnog komparativnog vrjednovanja 146

4.2.2. Metode diskontiranih novčanih tijekova 148

4.3. Vrste i cilj restrukturiranja u stečaju **152**

4.4. Financiranje tijekom restrukturiranja **159**

4.5. Restrukturiranje u stečaju u Hrvatskoj i moguća unaprjeđenja **160**

5. Praktična problematika stečajnih postupaka u Republici Hrvatskoj *165*

5.1. Statistika stečajeva u Hrvatskoj **166**

5.1.1. Anketa stečajnih pisarnica trgovačkih sudova u Republici Hrvatskoj 167

5.1.2. Brojnost i karakteristike insolventnih trgovačkih društava u Republici Hrvatskoj 173

5.2. Cilj istraživanja stečajne prakse u Hrvatskoj **182**

5.3. Metodologija **183**

5.4. Rezultati i analiza 184

5.4.1. Uzroci stečajeva u Hrvatskoj 186

5.4.2. Problemi u stečajnom postupku u Republici Hrvatskoj 188

5.4.3. Moguća rješenja 191

5.4.4. Preporuke gospodarstvenicima 193

5.4.5. Preporuke zakonodavcima 194

6. Izloženost trgovačkih društava istočne Hrvatske riziku stečaja 197

6.1. Prethodna istraživanja 198

6.1.1. Začetci predviđanja stečaja korištenjem financijskih omjera 200

6.1.2. Altmanov Z-score model 202

6.1.3. Logit modeli 205

6.1.4. Metoda višedimenzionalnih skala 209

6.1.5. Dinamični modeli 210

6.1.6. Post-stečajni scenariji 211

6.1.7. Neuronske mreže 214

6.1.8. Ostale metode predviđanja poslovnih poteškoća 220

6.1.9. Istraživanja u Republici Hrvatskoj 224

6.2. Polazne osnove istraživanja izloženosti riziku stečaja trgovačkih društava u istočnoj Hrvatskoj 227

6.2.1. Informacijska osnova istraživanja 228

6.2.2. Izbor financijskih omjera 230

6.2.3. Formiranje uzorka i karakteristike financijskih omjera 235

6.3. Formirani modeli i njihovi rezultati 247

6.3.1. Metoda višedimenzionalnih skala 249

6.3.2. Diskriminacijska analiza 255

6.3.3. Logit model 259

6.3.4. Interpretacija rezultata 262

7. Zaključak 265

8. Literatura 273

Popis tablica

Tablica 1. Redoslijed isplata novca nakon prodaje dužnikove imovine 34
Tablica 2. Naklonost stečajnog zakona određenih svjetskih država prema određenoj strani u stečajnom procesu 93
Tablica 3. Prioritet potraživanja u stečaju u određenim državama svijeta 94
Tablica 4. Indikatori kvalitete stečajnih postupaka u Hrvatskoj i pojedinim državama svijeta za 2004. i 2008. godinu 97
Tablica 5. Procjena troška stečajnog postupka u Republici Hrvatskoj u razdoblju od 2004. do 2008. godine 106
Tablica 6. Broj poduzeća u stečaju u pojedinim državama Europe od 1998. do 2000. godine s obzirom na broj zaposlenih 128
Tablica 7. Stopa mortaliteta poduzeća u pojedinim državama Europe, prema djelatnosti stečajnog dužnika 129
Tablica 8. Deset najvećih stečaja u SAD-u po vrijednosti imovine 130
Tablica 9. Pokazatelji učestalosti restrukturiranja u stečaju u četiri zemlje svijeta 161
Tablica 10. Definiranje naziva regija prema trgovačkim sudovima i njihovim jurisdikcijama 167
Tablica 11. Statistika stečajeva u Hrvatskoj 168
Tablica 12. Udjeli regionalnih centara u ukupnom broju stečajeva 168
Tablica 13. Broj trgovačkih društava u stečaju u Republici Hrvatskoj 170
Tablica 14. Učestalost nelikvidacijskih stečajnih postupaka u Hrvatskoj u razdoblju od 2000. do 2006. godine 172
Tablica 15. Broj insolventnih pravnih osoba, i ukupan i prosječan broj zaposlenih u Republici Hrvatskoj od 2000. do 2008. 174
Tablica 16. Broj insolventnih pravnih osoba i iznos prijavljenih nepodmirenih obveza u Republici Hrvatskoj od 2000. do 2008. 175
Tablica 17. Distribucija insolventnih pravnih osoba u Republici Hrvatskoj prema broju zaposlenih na dan 30. travnja 2008. godine 177
Tablica 18. Nepodmirene obveze pravnih osoba bez zaposlenih prema trajanju blokade na dan 30. travnja 2008. 178
Tablica 19. Nepodmirene obveze pravnih osoba u Republici Hrvatskoj prema trajanju blokade na dan 30. travnja 2008. 179

Tablica 20. Geografska struktura nepodmirenih obveza i udio u regionalnom broju registriranih poslovnih subjekata početkom 2007. godine 180
Tablica 21. Djelatnosti s najvećim iznosima nepodmirenih obveza u Republici Hrvatskoj, na dan 30.04.2008. 181
Tablica 22. Analiza respondenata ankete stečajnih praktičara u RH 185
Tablica 23. Metode istraživanja poslovnih poteškoća 222
Tablica 24. Statistička analiza financijskih pokazatelja za 3.295 poduzeća koja imaju vrijednost prodaje manju od milijun kuna 238
Tablica 25. Komparativna statistička analiza omjera za 109 poduzeća u stečaju i 2.090 poduzeća koja nisu u stečaju 239
Tablica 26. Pojedini statistički pokazatelji za 91 dužnika sa sjedištem u istočnoj Hrvatskoj koji se na dan 31.12.2004. nalaze u stečaju 240
Tablica 27. Komparativna statistička analiza omjera za 18 poduzeća u stečaju i 2.090 poduzeća koja nisu u stečaju 242
Tablica 28. Pregled pojedinih pozicija za 18 trgovačkih društava koja su u istočnoj Hrvatskoj u 2005. otvorila stečaj 244
Tablica 29. Način označavanja trgovačkih društava u uzorku 245
Tablica 30. Komparativna statistička analiza omjera za 18 poduzeća u stečaju i 72 poduzeća odabrana u grupu 'zdravih' poduzeća 246
Tablica 31. Analiza korelacija nezavisnih varijabli 248
Tablica 32. Sažetak rezultata diskriminacijske analize 256
Tablica 33. Varijable isključene backward stepwise metodom 256
Tablica 34. Funkcije klasifikacije 257
Tablica 35. Matrica uspješnosti klasifikacije 257
Tablica 36. Klasifikacija poduzeća u stečaju 258
Tablica 37. Naknadne vjerojatnosti klasifikacije poduzeća u stečaju 259
Tablica 38. Rezultati logističke regresije 260
Tablica 39. Promatrane i predviđene vrijednosti logit modela, te reziduali za poduzeća u stečaju 261
Tablica 40. Klasifikacija prema logit modelu 261

Popis grafikona

Grafikon 1. Model stečajnog procesa kod mladih, novopokrenutih poduzeća (tip 1) 111
Grafikon 2. Model stečajnog procesa kod ambicioznih, brzo rastućih poduzeća (tip 2) 113
Grafikon 3. Model stečajnog procesa kod „zaslijepljenih“ rastućih poduzeća (tip 3)..... 115
Grafikon 4. Model stečajnog procesa kod postupno propadajućih etabliranih poduzeća (tip 4)..... 117
Grafikon 5. Sinteza modela stečajnih procesa 118
Grafikon 6. Vrste poslovnih neprilika i mogući ishodi 140
Grafikon 7. Mjesečna dinamika otvaranja i zaključivanja stečajeva u Republici Hrvatskoj od siječnja 2001. do prosinca 2005. godine 169
Grafikon 8. Dinamika otvaranja i zaključivanja stečajeva 170
Grafikon 9. Broj insolventnih pravnih osoba u Republici Hrvatskoj 174
Grafikon 10. Prosječni i ukupni iznos prijavljenih nepodmirenih obveza u Republici Hrvatskoj od 2000. do 2008. 176
Grafikon 11. Ukupni iznos prijavljenih nepodmirenih obveza u Republici Hrvatskoj u 2007. i početkom 2008. godine 177
Grafikon 12. XOR klasifikacijski problem..... 218
Grafikon 13. Scree test 249
Grafikon 14. Shephardov dijagram za 3 dimenzije 250
Grafikon 15. Shephardov dijagram za 4 dimenzije 251
Grafikon 16. Metoda višedimenzionalnih skala, dimenzije 1 i 2 252
Grafikon 17. Metoda višedimenzionalnih skala, dimenzije 1 i 3 253
Grafikon 18. Metoda višedimenzionalnih skala, dimenzije 2 i 3 253
Grafikon 19. Metoda višedimenzionalnih skala, dimenzije 2 i 4 254

Kratice

čl.	članak
eng.	engleski
EU	Europska unija
InsO	Insolvenzordnung; njemački stečajni zakon, Bundesgesetzblatt 1994. I S.2866
KZ	Kazneni zakon. Ako drugačije nije izričito navedeno, u ovom radu akronim KZ podrazumijeva Kazneni zakon Republike Hrvatske s posljednjim izmjenama učinjenim 2006. godine (NN 110/97, 27/98, 50/00, 129/00, 51/01, 111/03, 190/03, 105/04, 84/05, 74/06)
lat.	latinski
NN	Narodne novine
njem.	njemački
OZ	Ovršni zakon. Ako drugačije nije izričito navedeno, u ovom radu akronim OZ podrazumijeva Ovršni zakon Republike Hrvatske s posljednjim izmjenama učinjenim 2005. godine (NN 57/96, 29/99, 42/00, 173/03, 151/04, i 88/05)
st.	stavak
steč.	stečaj, stečajni
SZ	Stečajni zakon. Ako drugačije nije izričito navedeno, u ovom radu akronim SZ podrazumijeva Stečajni zakon Republike Hrvatske s posljednjim izmjenama učinjenim 2006. godine (NN 44/96, 29/99, 129/00, 123/03, 197/03, i 82/06).
toč.	točka
trg.	trgovački, trgovačko
VTSRH	Visoki trgovački sud Republike Hrvatske

Predgovor

Stečaj je, kako je u radu šire obrazloženo, interdisciplinarna tema koja povezuje prvenstveno pravo i ekonomiju. Rođen sam i odrastao u obitelji pravnika, sva moja bliža obitelj radi ili su radili na sudovima: kotarskim, okružnim, vojnim, županijskim, i općinskim. Biti iznimka – ekonomist – u takvom okruženju katkad je teško, no u tom sam ambijentu stekao mnoge neformalne praktične spoznaje iz raznih područja prava.

Disertacijom sam nastojao premostiti jaz i povezati ova dva životna područja – poslovni i obiteljski, te sam pokušao povezati znanja i iskustva koje sam stekao u formalnom i neformalnom obrazovanju.

Stoga, želim zahvaliti svojim roditeljima i obitelji na svemu što su učinili za mene. Bez korijena koje su mi usadili vjerojatno bih otišao u nekom drugom smjeru i ove disertacije ne bi bilo.

Na poseban način zahvaljujem mentoru, prof. dr. sc. Branku Novaku koji mi je dao priliku, omogućio mi rad na fakultetu, i koji mi je u svakoj nedoumici bio pouzdan izvor vrijednih informacija.

Također, želim se zahvaliti svim prijateljima koji su me podržavali na bilo koji način.

Konačno, zahvaljujem se supruzi Blanki, koja je dosta toga morala podnijeti kako bi se ova disertacija dovršila, te joj stoga i posvećujem ovaj rad.

Hvala!

Tajna uspjeha u životu poznata je samo onima koji nisu uspjeli.

John C. Collins (1848-1908), engleski književnik

1. Uvod

Stečaj se često promatra kao smrt trgovačkog društva („Brisanjem iz upisnika stečajni dužnik kao pravna osoba prestaje postojati“[1]), a smrt pravne osobe, jednako kao i smrt fizičke osobe, tabuizirano je i traumatično iskustvo koje se nastoji izbjeći katkad po svaku cijenu. Ova međupovezanost smrti i stečaja odražava se na svim područjima, te stečaj predstavlja činjenicu o kojoj se nerado diskutira, čije se postojanje prečesto negira, bespotrebno prolongira, zanemaruje, i odbacuje.

Kod istraživanja stečaja često se nailazi na zatvorena vrata i komunikacijsku barijeru – gospodarstvenici koji nisu u poteškoćama ne vide potrebu diskutiranja o ovoj temi i/ili ne žele prizivati „zlu sreću“ (posluju dobro i ne vide razlog zbog kojeg bi se bavili stečajevima); oni koji su u poslovnim poteškoćama najčešće traže stražnji izlaz, odbijaju dijalog, i prevaljuju odgovornost za poslovni neuspjeh na druge instance. Političarima je kamen spoticanja jer se često ne mogu odlučiti hoće li sudbinu radnika, uprave, i društva prepustiti tržišnim, *laissez-faire* principima, ili hoće li intervencionističkim potezima nastojati održati socijalni mir i političko-ekonomsku ravnotežu.

Stoga nije neobično da se ekonomisti ne bave redovno problemima stečaja, osobito u državama koje ne resi ekonomsko-politička stabilnost, uređenost, dostupnost informacija, i kvalitetno funkcioniranje pravosudnog sustava. U Hrvatskoj su podaci oskudni i nepristupačni, postoji problem s arhiviranjem stečajne građe nakon zaključenja postupka (što čini naknadna *case-study* istraživanja nemogućim), i općenito, postoji komunikacijska blokada na svim razinama. Unatoč tome (ili baš zbog toga), područje stečaja vrlo je interesantno, te se ondje uz određeni trud može doći do vrijednih novih saznanja.

Stečaj je stoga *stigma* u pravom smislu riječi, jer se uglavnom percipira kao mučna, sramna i odbojna stvarnost. Poduzetnik koji je bio u stečaju nosit će žig „propaloga“ dugo i nakon što otvori novo trgovačko društvo s kojim uspješno posluje. Ovo je prvenstveno posljedica toga što široka javnost nije u mogućnosti razlikovati poštene od nepoštenih stečajeva, što je prvi korak ka destigmatizaciji poštenih stečajnih dužnika.

[1] čl. 196 st. 3 SZ

Potrebu destigmatizacije stečajnog dužnika referiraju i projekti u koje institucije Europske unije ulažu značajna sredstva. Naime, grupa zadužena za poduzetničku politiku (*Enterprise Policy Group*) unutar Europske komisije prezentirala je dva projekta s ciljem optimizacije stečajnih postupaka u Europskoj uniji: 'Stigma neuspjeha i alati ranog upozorenja', i 'Restrukturiranje, stečaj, i novi početak'. Ovi su inicijalni projekti rezultirali opsežnim poduhvatom promoviranja novog početka za stečajne dužnike[2]. U opisu poslovnog neuspjeha i onoga što bi on trebao biti ističe se slijedeće:

"Pokušavajući promovirati poduzetničku aktivnost, EU smatra ključnim uklanjanje negativnih konotacija vezanih uz stečaj poduzeća i loše reputacije koja prati neuspješne poduzetnike. EU smatra da je određeni stupanj neuspjeha kompatibilan s odgovornim inicijativama i preuzimanjem rizika. (...) EU vidi stečaj poduzeća kao priliku za učenje. Općenito uzevši, neuspješni poduzetnici uče iz vlastitih grešaka i zato su poslije sposobniji biti uspješnima. Stoga, poduzetnici moraju biti ohrabreni da učine novi početak."[3]

Slijedom ovoga, u postojećoj domaćoj literaturi postoje brojni radovi koji se tiču stečaja, a koje najvećim dijelom možemo svrstati u postignuća pravne znanosti. S druge strane, stečaj se najčešće provodi nad gospodarskim subjektima (trgovačkim društvima), te ondje gdje to zakon dopušta, i nad fizičkim osobama (građanima), pa je kao objekt istraživanja predodređen i ekonomskoj znanosti.

Stečajni postupak esencijalno je pravna procedura uređena Stečajnim zakonom, ali postoji isprepletenost ekonomije i prava jer se nad poduzećem, koje je prvenstveno gospodarski subjekt, vodi pravni postupak. Interdisciplinarnost se ogleda i u tome što se autoritetom zakona, i autoritetom instanci koje zakon postavlja kao nositelje postupka (stečajni sudac, stečajni upravitelj) razrješava ekonomska problematika poduzeća, odnosno razrješava se klupko problema koje se nije dalo rasplesti tijekom redovnog poslovanja poduzeća. Sama činjenica stečaja proizlazi iz ekonomskog okruženja, odnosno najčešće kao posljedica odluka menadžmenta.

Dakle, kada se govori o stečaju razmatra se pravno determiniran proces podmirenja dugova stečajnog dužnika i njegove moguće rehabilitacije, odnosno proces kojim se uređuje

[2] Internet portal koji je proizišao iz ovih projekata nalazi se na stranici: http://ec.europa.eu/sme2chance (Pristupljeno 10.06.2008.)

[3] http://europa.eu.int/youreurope/nav/en/business/content/eu/businesslife/bankruptcy/en.html, učitano na dan 17.01.2006.

ekonomska stvarnost poduzeća. Upravo stoga područje stečaja odlikuje multidisciplinarnost, te se pojedine znanstvene grane i discipline ne smiju jednostavno razdjeljivati jer bi se time iz vida mogla izgubiti cjelina i ukupnost problema.

U tom smislu ovaj rad nije jednostrano i jednodimenzionalno „ekonomski" rad, odnosno djelo ekonomista na području ekonomske znanosti. Ovdje se nastoji akcentuirati ekonomski pogled na područje stečaja, no to je nemoguće bez ostalih znanosti (pretežno prava), budući da zakoni (u Hrvatskoj primarno Stečajni i Ovršni[4]) detaljno reguliraju stečajni postupak. Ovo osobito dolazi do izražaja kada se govori o restrukturiranju u stečaju, jer je restrukturiranje u stečaju iznimno složena pravna procedura kojom se nastoje riješiti brojne poteškoće nastale u gospodarskom poslovanju dužnika.

Pri razmatranju opsega naslova ovog rada, a samim time i opsega rada, u obzir su uzeti specifični lokalni problemi na razini Republike Hrvatske. No, budući da Republika Hrvatska preuzima stečajni zakon iz Njemačke, koja opet nosi naslijeđe tipične europske legislative, te kako Hrvatska kulturu i tradiciju velikim dijelom baštini iz srednjoeuropskog kulturno-povijesnog okruženja, može se reći kako ne postoje izrazite specifičnosti u poimanju i izvedbi stečaja u Hrvatskoj i u drugim zemljama Europe. U Hrvatskoj, dakako, postoje ekskluzivni momenti, no oni nisu dovoljni za distinkciju Hrvatske od ostalih zemalja Europe na području stečaja, jer je jasno kako postoji puno više poveznica negoli razdjelnica. Jasno, u komparaciji sa Sjedinjenim Američkim Državama hrvatska bi percepcija stečaja potpuno odudarala, no u postupku približavanja Europskoj uniji, osobito imajući u vidu hrvatsko geo-povijesno određenje, hrvatska je strategija bila i ostala slijediti europske gospodarske i pravne tradicije. Budući da postoje brojne podudarnosti sa zemljama regije, kao i širim, europskim okruženjem, iz naslova je izuzeta ograda na područje Republike Hrvatske, što naravno ne znači kako se hrvatske posebnosti neće obraditi.

Također, u ovom radu razmatrat će se stečajevi pravnih osoba, odnosno trgovačkih društava. U Hrvatskoj fizičke osobe još uvijek ne mogu biti u stečaju, osim iznimaka koje predstavljaju obrtnici i trgovci pojedinci. Stečaj obrtnika i trgovaca pojedinaca specifičan je i često neusporediv sa stečajevima trgovačkih društava u kojima postoje odvojene uloge

[4] Tkogod se stečajevima želi baviti htio-ne htio mora razmotriti srž zakona koji propisuju sve njegove bitne elemente.

vlasnika i uprave, u kojima je zaposleno više radnika, i koji u konačnici najčešće imaju znatno veću i vrjedniju imovinu.

Pri usporedbi stečajnih zakona pojedinih država u svijetu uočava se orijentiranost legislative u određenom smjeru. Naime, premda se može reći kako je jedna od svrha stečajnog prava i stečajnog suda prevladavanje asimetričnosti informacija između suprotnih strana u procesu, vrlo je teško naći ravnotežu između interesa vjerovnika i interesa dužnika, i za obje strane postoje pro i contra argumenti. Vjerovnik je dužniku pozajmio imovinu, i u određenom trenutku legitimno zahtijeva povrat te imovine. Dužnik tu imovinu ne može vratiti u tom trenutku, traži odgodu kako bi podmirio obvezu u potpunosti, upozorava kako likvidacijom poduzeća vjerovnik ne bi namirio cijelo potraživanje, i konačno - traži zaštitu radnih mjesta. Država (tj. zakon) staje između dvije strane i odlučuje tko će imati prednost, odnosno u kojem će trenutku biti moguće ostvariti koja prava.

Postoje brojne rasprave o tome kome bi se Stečajni zakon trebao prikloniti. Američka i francuska legislativa staje u obranu dužnika, dok (općenito uzevši) europska zakonodavna tradicija nastoji zaštiti vjerovničku stranu, premda unutar same Europe postoje različite tendencije. Ključno je pitanje postoji li automatsko oslobođenje od zahtjeva vjerovnika, ili se ono mora ishodovati od suda ili samih vjerovnika. Francuski zakon (i praksa) prednost daje nastavku poslovanja poduzeća i očuvanju radnih mjesta. U SAD-u postoji automatski sustav 90-dnevne obustave potraživanja vjerovnika za poduzeća koja prijavljuju stečaj pod poglavljem 11 američkog stečajnog zakona, te se općenito može reći kako poduzeća u SAD-u imaju veću mogućnost opstanka kada su u poteškoćama nego poduzeća u Europi. Njemačka, te osobito Engleska, nalaze se s druge strane i prednost daju namirenju vjerovničkih potraživanja. Hrvatski je Stečajni zakon pisan po uzoru na njemački zakon i prenosi njemačku tendenciju, odnosno favorizira vjerovničku stranu. Bitno je naglasiti kako se europska i svjetska stečajna perspektiva polako transformira i skreće u smjeru zaštite dužnika.

Ovo je bitno stoga što orijentiranost legislative u određenom pravcu determinira i vjerojatnost uspjeha „stečajnog plana“, odnosno plana restrukturiranja stečajnog dužnika. Ukoliko zakon stoji na strani vjerovnika izglednost uspjeha restrukturiranja i opstanka dužnika je u svakom slučaju manja. U suprotnom, ukoliko stečajni zakon protežira dužnika vjerojatnost restrukturiranja je mnogo veća. Usporedba na međunarodnoj razini pokazuje kako ni jedno rješenje nije nužno „ono pravo“, tj. jedino ispravno, kako u svakoj državi postoje specifični problemi, te kako uvijek postoji naličje svakog favoriziranja.

U prirodi stečaja utkan je sukob, i to na više razina: između radnika i uprave stečajnog dužnika, između dužnika i vjerovnika, između vjerovnika međusobno (nastoje ispuniti svoje tražbine iz stečajne mase u što je moguće većoj proporciji), između stečajnih upravitelja i stečajnih sudaca (ovo će biti osobito razumljivo nakon analize ankete u petom poglavlju, a koju su ispunjavali i stečajni upravitelji i suci), a može se reći i između svih navedenih međusobno. Posljedice ovih sukoba, gotovo po definiciji, moraju biti nezadovoljavajuće za pojedine involvirane subjekte, jer je (naizgled) jasno kako interesi svih ne mogu biti ispunjeni. No ipak, stečajni postupak ne mora nužno biti naglašeno konfliktan proces.

U mnoštvu naizgled suprotstavljenih interesa i tenzija koje nastaju pri stečaju poduzeća vrlo je teško razabrati kako svi ti interesi i ne moraju uvijek biti međusobno isključivi, i kako nije nemoguće iznaći rješenje na zadovoljstvo većine. Kako bi se naglasila upravo ova mogućnost relativno sretnog ishoda stečajnog postupka, adekvatan moment u naslovu kao i u sadržaju pridodan je restrukturiranju, preustroju, odnosno stečajnom planu.

Ciljevi ove disertacije su dati doprinos boljem poznavanju stečajeva s aspekta ekonomskih znanosti, unaprjeđenje i promicanje koncepta restrukturiranja u stečaju, te formiranje modela predviđanja stečaja.

Pri izradi ove disertacije postavljene su slijedeće hipoteze:

- boljim poznavanjem i sagledavanjem mogućih uzroka i povoda stečaja može se doći do vrijednih saznanja o alternativnim rješenjima poslovnih poteškoća te legitimnim metodama izbjegavanja stečaja;
- stečajevi se u Hrvatskoj prekasno pokreću (ili se uopće ne pokreću) premda za to postoje uvjeti, a nadležne institucije toleriraju postojanje stečajnih razloga i ne predlažu stečajeve kada bi trebale – time se stvara poslovno okruženje u kojem poduzeća u dubokim poteškoćama prelijevaju svoje probleme i na mnoge druge sudionike na tržištu, odnosno čime se stvara lanac neplaćanja koji vrlo često započinje upravo od državnih institucija;
- pravodobnim pokretanjem stečaja dobar dio vjerovničkih potraživanja mogao bi se podmiriti, odnosno veći bi se broj dužnika u stečaju mogao restrukturirati i opstati;
- u istočnoj Hrvatskoj mnoga trgovačka društva (osobito ona manja, mjereno veličinom prihoda iz osnovne djelatnosti) prikazuju neuredna, nerealna i nevjerodostojna financijska izvješća;

- slijedom prethodnog, u istočnoj Hrvatskoj ključni razlozi zbog kojih se pokreće stečaj ne moraju se odražavati u financijskim izvješćima premda bi to trebao biti slučaj, te financijski omjeri ne moraju nužno sadržavati informaciju o tome hoće li se u bližoj budućnosti (tijekom slijedeće godine) nad trgovačkim društvom otvoriti stečaj ili neće, iz čega proizlazi kako financijska izvješća u istočnoj Hrvatskoj imaju ograničenu korisnost;
- u Hrvatskoj je često je nemoguće donijeti racionalne i objektivne ekonomske odluke o poslovanju tvrtke neposredno prije i tijekom samog stečajnog postupka zbog političkih pritisaka i interesa, što se osobito odnosi na veća trgovačka društva u većinskom vlasništvu države;
- široka javnost ne razlikuje tzv. poštene (ne-prijevarne) od nepoštenih (prijevarnih) stečajeva, i sve stečajeve promatra kroz prizmu prethodno navedene druge kategorije; distinkcijom poštenih i nepoštenih stečajeva potvrđuje se kako je u današnjem izrazito kompleksnom i globaliziranom gospodarskom svijetu neuspjeh sasvim realna mogućnost, a ne nužno znak inkompetentnosti i/ili prijevarnih radnji, a primjereni sankcioniranjem nepoštenih stečajeva odaslao bi se jasan signal kako stečaj nije dobra podloga za nemoralno bogaćenje;
- sudionici stečajnog postupka u Republici Hrvatskoj nedovoljno su informirani o mogućnostima restrukturiranja u stečaju, a sam je proces odveć složen i neprilagođen domaćim uvjetima.

Područje istraživanja orijentirano je prije svega na Republiku Hrvatsku i njen stečajni sustav, odnosno zakone i praksu, i to uz naglašen regionalni karakter akcentuirajući istočnu Hrvatsku. No, kako je hrvatski Stečajni zakon preuzet iz njemačkog, a njemački je inspiriran američkim (imajući u vidu institut 'Stečajnog plana' i američko Poglavlje 11.), vrše se i usporedbe sa inozemnom teorijom i praksom.

Stoga se drugo poglavlje koje se bavi temeljnim pravnim elementima stečajeva promatranima s aspekta ekonomista odnosi na hrvatski stečajni sustav (uz povremene komparacije sa drugim zemljama). Imajući u vidu proces približavanja Republike Hrvatske Europskoj uniji ondje se prezentiraju i propisi Europske unije na području stečajeva koji će i u Hrvatskoj prije ili kasnije biti na snazi; treće poglavlje koje je orijentirano na ekonomske aspekte stečajeva u biti predstavlja opće ekonomske elemente koji se odnose na gotovo sve zemlje svijeta, pa tako i na Republiku Hrvatsku; a analiza izloženosti riziku stečaja (u šestom poglavlju) odnosi se na istočnu Hrvatsku.

Tako se područje istraživanja može promatrati na četiri osnovne razine, uz napomenu kako je težište stavljeno na prve dvije:

1. na regionalnoj (analiza izloženosti riziku stečaja poduzeća istočne Hrvatske);
2. na državnoj (analiza stečajnog sustava Republike Hrvatske);
3. na kontinentalnoj (analiza stečajnog sustava Republike Hrvatske u komparaciji s europskim sustavima); i
4. na globalnoj razini (opći ekonomski elementi stečajnog sustava primjenjivi neovisno o lokalitetu).

Razmatrajući prethodna istraživanja (opisano u 6.1.) odlučeno je kako će se u ovom radu primjenjivati standardne ekonometrijske tehnike i modeli. Valja uočiti kako su rezultati svake metode (bez obzira bila ona standardna ili najmodernija) ovisni prije svega o kvaliteti ulaznih podataka, te kako niti jedna metoda ne može kompenzirati nekvalitetan uzorak podataka. Kako je za ovaj rad pribavljena široka baza podataka, utoliko se mogu očekivati realni rezultati koji će dobro reprezentirati odnose u cijeloj populaciji.

2. Ekonomska perspektiva pravnih elemenata stečajnog postupka u Republici Hrvatskoj

Istog trena kada si pročitao nešto što nisi razumio možeš biti siguran da je to napisao pravnik.

Will Rogers, američki humorist i glumac (1879 – 1935)

Dobrom dijelu ekonomista (i ne samo ekonomistima) pravo i zakoni predstavljaju nužno zlo. No, budući da se zakoni primjenjuju na sve, a ne samo na pravnike, prijeko je potrebno dobro poznavati zakone. Njima se uređuju svi bitni elementi gospodarstva i društva općenito, i stoga su nezaobilazni.

Stečajni je zakon puno više od „običnog" zakona. Wood (1995.) smatra stečajni zakon konačnim testom je li pravosuđe uopće pravedno: „Stečajni zakon (...) je najprodorniji indikator različitih doktrina koje razdvajaju svjetske pravne sustave u kontekstu financijskog prava. Destruktivna snaga stečaja je ta koja je oblikovala središnja pravila trgovačkog prava, i upravo je stečaj ultimativni test za utvrđivanje je li pojedino pravosuđe sposobno ostvariti svoje shvaćanje pravde, pravičnosti i pravne civilizacije."[1]

Upravo stečajni zakon snažno utječe na postupke menadžmenta trgovačkog društva: na napor i angažman u vođenju društva, na prikrivanje imovine pred vjerovnicima, na otvaranje stečaja prerano ili prekasno, kada društvo nije u težim poteškoćama na otvaranje stečaja iz strateških interesa, te na izbor prerizičnih ili sigurnih (ali neefikasnih) projekata[2].

[1] Wood, Ph. R.; **Principles of International Insolvency**, Sweet & Maxwell, London, 1995., citat prenesen iz Wihlborg, Clas; **Insolvency and Debt Recovery Procedures in Economic Development – An Overview of African Law**, United Nations University - WIDER Discussion Paper, 27/2002, str. 1.

[2] Opširnije o utjecaju stečajnog zakona na ekonomiju kod White, Michelle; **Economic Analysis of Corporate and Personal Bankruptcy Law**, National Bureau Of Economic Research, Working Paper 11536, str. 25 http://www.nber.org/papers/w11536 (Pristupljeno 02.06.2008)

U ovom se poglavlju nastoje obuhvatiti osnovni elementi koji se odnose na pravnu dimenziju stečajeva, i to sa pozicije ekonomista. Također, osnovna orijentacija bit će ka stečaju pravnih osoba – trgovačkih društava, a ne fizičkih osoba (tj. trgovaca pojedinaca, jer fizičke osobe općenito u Hrvatskoj i ne mogu biti u stečaju).

Kako je već rečeno, ekonomisti u Hrvatskoj ne preferiraju odveć često temu stečaja, što zbog kompleksnosti sadržaja, a što zbog nepristupačnosti sudionika i nedostupnosti podataka. Iznad svega, pravna rješenja, zakoni i podzakonski akti kojim se uređuje područje stečaja za najveći dio ne-pravnika čine se izuzetno kompleksnima i teško razumljivima. Jedan od ponajboljih hrvatskih pravnih stručnjaka na području stečajeva, Mihajlo Dika, eufemistički navodi kako je „stečajno pravo složeno po svojoj strukturi.“[3] Što se restrukturiranja u stečaju tiče, akademik Barbić ističe kako je ono „vjerojatno **najsloženiji pravni zahvat uopće**“[4]!

Jasno, ako je pravnicima stečajno pravo složeno, to će osobito biti onima koji nisu pravnici. Stoga se znanje o stečaju primarno odnosi na stečevine pravne znanosti (koja je opet dobrim dijelom teorijska), premda je stečaj inherentno interdisciplinarna materija, jer je objekt interesa više znanstvenih grana, i to primarno onih s područja društvenih znanosti, tj. ekonomije i prava.

Sve procesne radnje i cjelokupna stečajna procedura su manje ili više detaljno uređene Stečajnim i drugim zakonima, te pravnim aktima sudske prakse. Stoga se stečaj najčešće promatra kroz prizmu legislative, te su postojeću domaću literaturu u najvećem broju slučajeva pisali pravnici u kontekstu izmjena i dopuna Stečajnog zakona. Kako je navedeno, jedan od bitnih razloga slabog sudjelovanja ekonomista valja tražiti u tome što su postojeći propisi izuzetno zahtjevni i samim pravnicima.

No, je li Stečajni zakon (i samim time i sudska praksa koja se tim zakonom rukovodi) zaista toliko složen i teško razumljiv, ili to preuveličavaju oni koji nisu pravnici? Ako se iz zakona i prakse nasumično izvadi i prezentira nekoliko činjenica i opisa, ovo pitanje će dobiti nedvosmislen odgovor:

[3] Dika, M. : **Insolvencijsko pravo**, Pravni fakultet u Zagrebu, Zagreb, 1998., str. 9

[4] Barbić, Jakša: **Preustroj dužnika u stečaju**, Zbornik radova sa godišnjeg savjetovanja 'Aktualna pitanja hrvatskog gospodarstva i pravne prakse' u Opatiji 1996, Inženjerski biro, Zagreb, 1996., str. 13

- ne postoji jedinstvena forma stečajnog postupka – osim običnog (klasičnog, likvidacijskog) postupka mogu se identificirati još šest njegovih specifičnih inačica, a to su: prethodni stečajni postupak, skraćeni stečajni postupak, stečaj male vrijednosti, osobna uprava, restrukturiranje u stečaju (*stečajni plan*), i međunarodni stečaj – pri čemu se pojedine inačice mogu provoditi i paralelno (npr. osobna uprava i restrukturiranje, međunarodni stečaj s pojedinim ostalim inačicama, itd.);
- u praksi se pravna pitanja vezana za određeni stečaj vode usporedno na trgovačkim i ne-trgovačkim sudovima jer sve se parnice upućuju na općinske sudove, a ukoliko stranke ulažu žalbe ili prigovore tada se postupak nastavlja na drugostupanjskim sudovima – stoga o ishodu jednog stečajnog postupka može odlučivati više vrsta sudova;
- svaka dosadašnja izmjena Stečajnog zakona mijenjala je redoslijed isplate vjerovnika, što znači da različiti postupci mogu imati različite redoslijede isplate vjerovnika (ovisno o vremenu pokretanja postupka i zakonu koji je tada bio na snazi);
- u stečajnom postupku primjenjuju se pravila parničnog postupka, ali stečajni postupak nije parnični nego izvanparnični postupak;
- stečajni postupak u biti nema kraja – on nije gotov (završen) kada je zaključen, te se može nastaviti i nakon zaključenja;
- stečajni vjerovnici nisu isto što i vjerovnici stečajne mase;
- razlučni vjerovnik nije stečajni vjerovnik[5], ali to može postati;
- razlučni vjerovnici mogu pokrenuti ovršni postupak neovisno o stečajnom postupku koji se već provodi, a tada se unutar stečajnog postupka paralelno provodi ovršni postupak;
- stečajni upravitelj je vjerovnik stečajne mase; on je dakle istodobno i vjerovnik i zastupnik dužnika;
- stečajni upravitelj treba, ali i ne mora biti osoba koja se nalazi na službenoj listi stečajnih upravitelja, a za upravitelja se može imenovati i osoba koja ne ispunjava uvjete za imenovanje;

[5] odluka VTSRH, Pž-3961/01

- nakon imenovanja stečajni upravitelj postaje trajni zastupnik stečajnog dužnika bez vremenskog ograničenja (praktično cijeli život), jer zastupa dužnika i nakon zaključenja stečajnog postupka;
- izlučni vjerovnici se ponašaju kao da stečaja nema, njih se stečaj ne tiče;
- stečajni postupak se može otvoriti i zaključiti u istom trenutku;
- svaka pravna radnja koju je dužnik poduzeo u posljednjih 10 godina prije otvaranja stečajnog postupka može se pobijati ako je druga strana znala da dužniku prijeti nesposobnost za plaćanje[6] – dakle, dužnikov poslovni partner bi morao uočiti kako kod dužnika postoji prijeteća insolventnost i 10 godina prije same insolventnosti!;
- oglasna ploča može postojati na Internetu, ali i ne mora, a ako postoji onda nije službena i ono što ondje piše ne mora biti pravno punovažno;
- Stečajni zakon koji je bio na snazi od 2003. do 2006. je bio dijelom neustavan;
- itd.

Postoje i brojni drugi primjeri kompleksnosti Stečajnog zakona, i mnogi od njih su posebno istaknuti i pojašnjeni u ovom radu, te redom upućuju na potvrdu pretpostavke o njegovoj pretjeranoj složenosti. Jednako tako, posljednje izmjene Stečajnog zakona (NN 82/2006) pokazuju kako su pojednostavljenja zakona itekako moguća, jer je primjerice prijašnjih 14 stavaka članka 81a uspješno zamijenjeno jednom srednje dugom rečenicom!

Jasno je kako je potrebno određene koncepte pojednostaviti i razjasniti, jer zakoni vrijede za sve. Ako dakle vrijede za sve, onda ih većina (ako ne svi) moraju moći razumjeti, a ne samo pravnici. Svakako, nomotehnika nije jednostavna i uvijek će postojati poteškoće, ali to ne može biti jedina isprika za hermetičnost zakonskog izraza. Jednako tako i sami pravni praktičari često se žale na nerazumljivost zakona, na formiranje kojih (nažalost) veći utjecaj imaju pravni teoretičari i političari nego oni koji te zakone zaista moraju provoditi.

Stoga, nužno je definirati i pojednostavljeno prikazati ključne pojmove koji se u stečajnim postupcima koriste, te pojasniti i pojednostaviti jezik zakona, kako bi i šira javnost bolje razumjela sve specifičnosti stečajnog postupka, a kojih zaista ima mnogo. Drugo je poglavlje ovog rada upravo rezultat pokušaja suočenja s prethodno navedenim izazovima, dok se u prilozima nalaze dodatna pojašnjenja za interesente koji žele detaljnije proučiti navedenu materiju.

[6] čl. 131 SZ

2.1. Terminologija

U ovom radu 'stečajni sustav' i 'stečajni režim' koristit će se kao sinonimi, a označavaju sveukupnost teorije, legislative, i prakse u svezi s provedbom stečaja, odnosno okolnostima nastanka uzroka i razloga stečaja u određenoj državi.

Vrlo važan dio stečajnog sustava je stečajno pravo, a ono obuhvaća prije svega stečajni zakon[7] koji je najvažniji dio stečajnog prava. No, osim stečajnog zakona u ovom radu se pod stečajnim pravom podrazumijevaju i drugi zakoni i podzakonski akti koji su važni za provedbu stečaja (npr. u Hrvatskoj Ovršni zakon, Pravilnik o utvrđivanju liste stečajnih upravitelja, itd.). Dakle, stečajno je pravo širi pojam od stečajnog zakona, i obuhvaća cijeli pravni okvir koja se tiče stečaja.

Očito je kako prethodno definirani termini imaju ogradu („*…u ovom radu…*“), a to je stoga što postoje nesuglasice oko temeljnih pojmova koji se koriste u na području stečaja, što poprilično otežava raspravu o ovoj temi. Ove termine je potrebno analizirati, razjasniti, i predložiti rješenje kako bi postigli suglasje oko osnovne terminologije. Ne može se konstruktivno i kvalitetno raspravljati o „stečaju“ ako pojedini stručnjaci govore o „insolvenciji“, jer se tada ne može jednostavno razabrati govori li se o istoj stvari, i tko što smatra pod terminima koje koristi.

Dakle, često se čini kako se određeni zakonski pojmovi razumiju sami po sebi. S druge strane, događa se da se pod istim terminima razmatraju bitno različiti pojmovi, ili da se koriste različiti termini i stvaraju nesuglasice, a zapravo se raspravlja o istome. Stoga je bitno definirati osnovne termine.

Također, u Stečajnom se zakonu inzistira na određenoj terminologiji, dok se u drugim zakonima koriste sasvim drugi izrazi. Npr. u SZ se konzistentno koristi termin 'tražbine', dok se u drugima (među ostalim: Zakon o računovodstvu, NN 146/2005) koristi istoznačnica 'potraživanja'. U gospodarstvu se općenito koristi izraz 'potraživanja' a ne 'tražbine', te izborom ovog i drugih sličnih termina zakonodavac pokazuje specifični jezični konzervativizam i tendenciju uporabe „pravničkog“ jezika (premda lingvisti upozoravaju

[7] U ovom radu *stečajni zakon* (pisan malim početnim slovom) označava stečajni zakon općenito, zakon koji uređuje područje stečaja u bilo kojoj državi, a *Stečajni zakon* (pisan velikim početnim slovom) označava konkretno hrvatski zakon o stečaju.

kako svi hrvatski građani imaju sasvim isti jezik, i kako nema govora o nekakvom „pravničkom“ jeziku).

2.1.1. Stečaj i insolventnost

Riječ 'stečaj' nastala je iz njemačke istoznačnice *'Konkurs'*, i to iz *'kon'* = s, sa, i *'kurs'* = tečaj[8]. Njemačka riječ za stečaj (*'Konkurs'*) ima korijen u latinskom *'concursus'* što znači *strka, trčanje zajedno, sukob, sraz*[9], točnije iz sintagme *'concursus creditorum'* uz doslovan prijevod ***zajedničko trčanje*** ili ***strka vjerovnika***, koji vrlo slikovito opisuje položaj i situaciju u kojoj se nalaze dužnik i njegovi vjerovnici – nastao je metež, vjerovnici jure za dužnikom, a dužnik očito nastoji pobjeći. *'Konkurs'* je dakle nastao iz latinskog glagola *'concurrere'* koji je složen od prefiksa *'con'* = s, sa, zajedno, i glagola *'currere'* = trčati, iz čega su nastali *'current'* = eng. tečaj, struja, spomenuti *'kurs'* = njem. tečaj, i izvedenice u brojnim drugim jezicima.

Stoga, prateći korijen riječi 'stečaj' dolazi se do latinskog izvornika, te bi se 'stečaj' mogao opisati kao 'zajedničko trčanje vjerovnika', ili 'strka vjerovnika'.

'Stečajni postupak' se često skraćeno referira kao 'stečaj'[10], i jasno je kako stečaj nije trenutak u vremenu već proces. S druge strane 'stečaj' i 'insolventnost' nisu istoznačnice. U kolokvijalnom govoru ovo se redovito zanemaruje. Insolventnost se u Stečajnom zakonu definira kao dužnikova nesposobnost za plaćanje, i to ukoliko postoje nepodmirene obveze kod banke koja za dužnika obavlja poslove platnog prometa u razdoblju duljem od 60 dana[11].

Riječ 'insolventnost' također (kao i *'Konkurs'*) dolazi iz latinskog jezika, i složena je od *'in'* = ne, negacija, i *solvo* / *solvere* / *solventem* = ispuniti obvezu, izvršiti, učiniti, uzvratiti, osloboditi, otpustiti. Prevodi se sintagmom 'nemogućnost plaćanja', ili 'nesposobnost za plaćanje'. No, stečaj nije samo *nesposobnost za plaćanje* (premda je to njegov daleko najčešći uzrok, odnosno stečajni razlog), već može biti posljedica i prezaduženosti i prijeteće nesposobnosti za plaćanje (vjerojatne buduće insolventnosti).

[8] Hrvatski jezični portal, http://hjp.srce.hr/

[9] Divković, Mirko: Latinsko-hrvatski rječnik, Zagreb, 1900 (reprint 1980), i Hrvatski jezični portal, http://hjp.srce.hr/

[10] Također i u ovom radu.

[11] čl. 4 st. 4 SZ

Trenutno važeći hrvatski Stečajni zakon predviđa tri razloga za pokretanje stečaja[12], a to su insolventnost, prijeteća insolventnost, i prezaduženost. Proizlazi kako je 'stečaj' širi pojam od 'insolventnosti' jer ga obuhvaća jednako kao što obuhvaća i 'prezaduženost'. Jedno trgovačko društvo može biti u stečaju jer je insolventno, drugo može biti u stečaju jer je prezaduženo, a treće može biti u stečaju iako nije ni prezaduženo niti je insolventno, ali ima vrlo velike izglede kako u skoroj budućnosti neće moći izmirivati svoje dospjele obveze. Svakako, u praksi je vrlo rijetko pokretanje stečaja zbog prezaduženosti, osobito zbog prijeteće insolventnosti, ali se ovi stečajni razlozi zbog toga ne mogu otpisati.

Također, nije isključeno kako će se u budućnosti proširiti popis stečajnih razloga, te će možda postojati i drugi stečajni razlozi, npr. kontinuirano stvaranje gubitaka ili nelikvidnost. U tom slučaju 'insolventnost' neće biti prikladan izraz za stanje trgovačkog društva nad kojim će se otvarati stečaj, a koje nije insolventno nego nelikvidno ili u dugoročnim gubicima.

Općenito uzevši, u ekonomskoj literaturi terminom 'insolventnost' opisuju se negativni efekti poslovanja, i to u tehničkom smislu (npr. Altman, 2006). Insolventnost može biti privremena, odnosno kratkotrajna, čime indicira manjak likvidnosti, te u ovoj formi ne predstavlja stečajni razlog.

Trgovačko društvo može biti insolventno, ali ne mora biti i u stečaju. Ovo je u Hrvatskoj čest slučaj. Prema Stečajnom zakonu insolventnost sama po sebi ne znači obvezu i nužnost pokretanja stečaja. Stečajni zakon propisuje da se „stečaj može otvoriti“[13] ako se utvrdi postojanje insolventnosti. Dakle „može“, što znači da i ne mora.

No, s druge strane, Zakon o trgovačkim društvima[14] (koji je izrazito manjkav u tom dijelu) definira nepokretanje stečaja u slučaju insolventnosti kao kazneno djelo (čl. 626), te se za to djelo može provesti i do dvije godine u zatvoru. Proizlazi kako se stečajni postupak ipak mora pokrenuti ukoliko postoji insolventnost. Ovo je sasvim logično, jer kada bi se dopuštalo poslovanje insolventnih osoba stečajni bi zakon bio fakultativan, a svrha Stečajnog zakona je upravo isključiti insolventne sudionike s tržišta kojemu nanose veliku štetu obavljajući različite gospodarsko-pravne poslove, a da pritom ne mogu podmiriti vlastite obveze.

[12] čl. 4 SZ

[13] čl. 4 st. 1 SZ

[14] NN 111/1993, 34/1999, 52/2000 (Odluka USRH), 118/2003 i 107/2007

Engleski stečajni zakon iz 1624. navodi: "Poslovanje i trgovanje stečajnika crv je koji izjeda srce cjelokupne trgovine i robne razmjene."[15]

Stoga, sva ona poduzeća koja redovno posluju, nisu u stečaju (odnosno nad njima nije pokrenut stečajni postupak) i ponašaju se kao da se ne događa ništa osobito, a insolventna su, posluju protuzakonito (suprotno Zakonu o trgovačkim društvima). Nad njima se mora pokrenuti stečajni postupak i isključiti ih iz poslovnog prometa, ili alternativno restrukturirati ih i dopustiti im nastavak poslovanja u izmijenjenom obliku.

U hrvatskom se jeziku kao istoznačnica riječi 'stečaj' koristi i izraz 'bankrot'. '*Banca rotta'* (ili *'banca rupta'*) na talijanskom jeziku označava trulu, pokvarenu, ili razbijenu trgovačku klupu[16], te čini korijen riječi 'bankrot'[17]. Termin su u svijet pronijeli Firentinci, međunarodni bankari srednjeg vijeka.

'Bankrot' je tuđica u hrvatskom jeziku, i premda je udomaćena i široko prihvaćena korektnije je koristiti riječ 'stečaj'. Također, valja izbjegavati mogućnost konfuzije u međunarodnom prometu, jer primjerice pravne osobe u Velikoj Britaniji ne mogu bankrotirati, već bankrotirati (eng. '*to go bankrupt'*) mogu samo fizičke osobe. Postoje i druga tumačenja riječi bankrot, ali nije jasno izvorište za ta tumačenja[18].

'Bankrot' (kao i 'stečaj') ima šire značenje od 'insolventnosti', jer se ne navodi uzrok zbog kojeg je trgovac „truo“ ili „pokvaren“, već se samo izriče kako on to jest. Dakle, on može biti „truo“ ili „pokvaren“ stoga jer je insolventan, ali i iz nekog drugog razloga.

2.1.2. Stečajno pravo i insolvencijsko pravo

Teško je utvrditi kada se točno riječ 'stečaj' prvi puta spominje u hrvatskom jeziku. Ministarstvo pravosuđa Kraljevine Ugarske, Hrvatske, i Slavonije izdalo je 1853. godine

[15] Graham, David*;* **A Dark and Neglected Subject: Landmarks in the Reform of English Insolvency Law**, International Insolvency Review, Vol. 11., 2002, str. 107

[16] Gnjevni vjerovnici su znali razbiti dužnikovi klupu.

[17] njem. '*Bankrott'*, eng. '*bankruptcy'*

[18] "Bankrot je pojam koji označava dužnikovo objavljivanje stečaja (...)"; iz Crnomarković, Ileana; **Stečaj, bankrot, i likvidacija**, Ekonomski pregled, god. 47, br. 5-6, Zagreb, 1996, str. 355. Nije jasno kako je autorica došla do ove definicije, po kojoj je 'bankrot' čin objave stečaja. Ovo u svakom slučaju nije rašireno tumačenje riječi 'bankrot'.

zakon kojom donosi „privremeni red stečajni“[19]. Iz navedenoga vidljivo je kako se 'stečaj' u hrvatskom zakonodavstvu formalno spominje duže od 150 godina. U svakom slučaju, 'stečaj' je ukorijenjena, uvriježena i sasvim udomaćena hrvatska riječ, dio standardnog jezičnog korpusa svakog hrvatskog građanina.

No, još od kraja 1990-tih pojedini pravni stručnjaci nastoje umjesto izraza 'stečajno pravo' uvesti izraz *'insolvencijsko pravo'*, odnosno umjesto 'stečaj' uvesti *'insolvencija'*, te na taj način potpuno ili djelomično izbaciti iz uporabe riječ 'stečaj'. Objavljen je čak i sveučilišni udžbenik na Pravnom fakultetu u Zagrebu naslovljen Insolvencijsko pravo[20]. Uslijedilo je postupno izopćenje riječi 'stečaj' iz hrvatske prakse, te se govori o npr. „insolvencijskom postupku“ ili „insolvencijskim kaznenim djelima“[21]. Nakon ovoga, čini se više-manje izvjesnim uvođenje izraza kao što su 'insolvencijski upravitelj', 'insolvencijski sudac', 'insolvencijski vjerovnici', itd.

Opravdanje za ovu zamjenu temeljnih pojmova nalazi se u nastojanju da se „(…) jednim novim genusnim terminom obuhvati sve one pravne situacije u kojima se insolventni dužnik može naći – od stečaja i osobne uprave do preustroja i specifičnih oblika sanacije nekih dužnika, a za koje je izraz stečajno pravo preuzak i stoga neadekvatan.“[22]

Ovom opravdanju može se istaći više zamjerki. Dužnika se naziva „insolventnim“ umjesto „stečajnim“, te se zatim nabraja nekoliko situacija u kojima se ovaj može naći. Potom se kao temeljni razlog inferiornosti termina 'stečaj' navodi kako *stečaj ne obuhvaća osobnu upravu i preustroj*.

Dužnik se ne može naći ni u osobnoj upravi (specifičnom stečajnom postupku u kojem je dužniku dopušteno nastaviti poslovanje, ali pod nadzorom upravitelja), ni u preustroju, niti u bilo kojem obliku sanacije (npr. nekadašnji postupak prodaje dužnika kao cjeline), a da se prethodno ne otvori stečajni postupak. Dakle, tek nakon otvaranja stečajnog postupka,

[19] Zemaljsko-vladni list za kraljevine Hervatsku i Slavoniu, I razdiel, komad XIX od 30. kolovoza 1853., iz Rončević, Melita; **Stečajni zakoni iz 1853. i 1897. g. u Kraljevini Hrvatskoj i Slavoniji**, Glasnik arhiva Slavonije i Baranje, Osijek, 7-2003.

[20] Dika, M. : **Insolvencijsko pravo**, Pravni fakultet u Zagrebu, Zagreb, 1998.

[21] Pavlović, Šime: **Insolvencijska kaznena djela**, Aktualna pitanja kaznenog zakonodavstva 2004., Inženjerski biro, Zagreb, 2004.

[22] Dika, M. : **Insolvencijsko pravo**, Pravni fakultet u Zagrebu, Zagreb, 1998., nenumerirana stranica, predgovor

imenovanja stečajnog upravitelja, objave stečaja u Narodnim novinama, dodavanjem nastavka „u stečaju“ iza imena dužnika, i drugih pravnih radnji može se eventualno raspravljati o osobnoj upravi ili preustroju (restrukturiranju u stečaju).

Dakle, osobna uprava i restrukturiranje su *posljedice* stečaja koji ne mora uvijek i nužno biti otvoren radi insolventnosti, i izvan stečajnog postupka ovi postupci niti postoje niti ih je moguće provesti. Da nije došlo do stečaja ne bi bilo ni osobne uprave ni restrukturiranja, te su oni itekako obuhvaćeni Stečajnim zakonom, stečajnim pravom, i riječju stečaj općenito. Stoga, budući da osobna uprava i restrukturiranje kao takvi ne postoje izvan stečaja (tj. izvan stečajnog postupka), potpuno je nejasno zašto oni ne bi bili obuhvaćeni terminom 'stečaj'.

Također valja primijetiti kako provedba reorganizacije pod poglavljem 11. američkog stečajnog zakona (koje je umnogome uzor njemačkom *Insolvenzplanu*, pa slijedom toga i hrvatskom modelu preustroja) uopće ne zahtijeva insolventnost dužnika kao preduvjet.

Prethodno je pojašnjeno kako 'stečaj' ima šire značenje od 'insolventnosti'. Dužnik može biti u stečaju i ako nije insolventan, npr. zbog prezaduženosti ili vjerojatne buduće insolventnosti. Nije isključeno da će se u budućnosti izmijeniti stečajni razlozi, te će stečaj biti moguće otvoriti i zbog (primjerice) kontinuiranog stvaranja gubitaka, unatoč solventnosti (što je već bio stečajni razlog u Zakonu o prinudnoj nagodbi i stečaju iz 1965.). Također, riječ 'stečaj' izvire iz latinske sintagme 'strka vjerovnika', pri čemu se ne navodi iz kojeg razloga vjerovnici trče za vjerovnikom (može biti zbog insolventnosti, ali i ne mora). Insolventnost je uži pojam koji označava nesposobnost za plaćanje, te ona može ali i ne mora biti razlogom 'strke vjerovnika', odnosno stečaja.

Nadalje, riječ 'insolvencijski' sasvim odudara od duha hrvatskog jezika. To je posvojni pridjev izveden iz imenice 'insolvencija' koja nije uvriježena u hrvatskom jeziku. Riječ 'stečaj', kako je već rečeno, formalno se koristi u hrvatskim zakonima duže od 150 godina, a što se tiče usporedbe lingvističke vrijednosti ova dva termina, dovoljno je napomenuti da se

riječ 'stečaj' spominje u brojnim djelima hrvatske književnosti[23], a riječ 'insolvencija' ne nalazi se ni u jednom hrvatskom književnom djelu.

Postoji mišljenje kako bi se uvođenjem 'Insolvencijskog zakona' Hrvatska na određeni način približila nekakvom neformalnom međunarodnom terminološkom standardu na području stečajnog prava, odnosno kako se u svijetu većinom koristi izraz 'insolvencijsko pravo', ili neka njegova izvedenica. Kao primjer ovog mišljenja može se navesti slijedeće: „Bit će potrebno razmisliti i o zamjeni na komparativnom planu prevladane terminologije utemeljene na riječi *stečaj* onom utemeljenom na riječi *insolventnost*, pa među ostalim, naš Stečajni zakon preimenovati u Insolvencijski zakon.“[24]

I ovdje se mogu istaći određene zamjerke. U međunarodnom pravu na području stečaja, točnije na području međunarodnog stečaja, koriste se engleski izrazi *'insolvency law'*, *'insolvency procedure'*, itd. i to stoga jer je engleski jezik primarni jezik u međunarodnoj komunikaciji. U tom smislu jasno je da se u UNCITRAL[25]-ovim i sličnim dokumentima uvijek spominje *'insolvency'* kao standardna engleska riječ za stečaj, no to je prvenstveno stoga što u samom engleskom jeziku postoji određena terminološka konfuzija, te se za 'stečaj' koristi više izraza (npr. *default, bankruptcy, liquidation, failure, winding up, insolvency*), te zbog mnoštva različitih postupaka i koncepata razrješavanja problema nenaplativih potraživanja.

Dakle, lokalni izrazi su različiti od zemlje do zemlje, te ono što u Hrvatskoj zovemo 'stečajnim postupkom' (ili kolokvijalno skraćeno: 'stečaj') nosi vrlo različite nazive u Europi: u Austriji i Njemačkoj *Konkursverfahren*, u Belgiji *Het faillissement/La faillite*, u Danskoj

[23] Npr. kod **Josip Draženović** [1901], Povijest jednog vjenčanja. Pripovijest iz primorskoga malogradskoga života, Matica hrvatska, Zagreb (na str. 151); **Ksaver Šandor Gjalski** [1913], U noći: Svagdašnja povijest iz hrvatskoga života, Bulaja naklada, 1999., Zagreb (na str. 190); **Antun Bonifačić** [1935], Krv majke zemlje, Matica hrvatska, Zagreb (na str. 192); **Miroslav Krleža** [1938], Eppur si muove, Biblioteka Nezavisnih Pisaca, Zagreb (na str. 240); **Milan Begović** [1940], Giga Barićeva, Bulaja naklada, 1999., Zagreb (na str. 448); **Slavko Batušić** [1941], Od Siene do Haarlema. Putopisi, eseji, biografije, impresije, Savremena biblioteka, Zagreb (na str. 221); **Vlatko Pavletić** [1970], Protivljenja, Nakladni zavod Znanje, Zagreb (na str. 279); **Nedjeljko Fabrio** [1989], Berenikina kosa, Školska knjiga, 1999, Zagreb (na str. 404); **Hrvoje Hitrec** [2004], Kolarovi, Školska knjiga, Zagreb (na str. 668); i brojnim drugima.
Izvor podataka: Hrvatska jezična riznica, http://riznica.ihjj.hr, pristupljeno 21.10.2008.

[24] Dika, M.: Četvrta novela stečajnog zakona, Narodne novine, Zagreb, 2006., str. 63

[25] Komisija Ujedinjenih naroda za međunarodno trgovačko pravo koja se bavi harmonizacijom i unifikacijom međunarodnog trgovačkog prava.

Konkurs, u Finskoj *Konkurssi*, u Francuskoj *Liquidation judiciaire*, u Irskoj *Compulsory winding up by the court*, u Italiji *Fallimento*, u Luksembourgu *Faillite*, u Portugalu *O processo de falência*, u Španjolskoj *Concurso de acreedores*, u Švedskoj *Konkurs*, a u Velikoj Britaniji *Winding up by or subject to the supervision of the court* [26].

Nadalje, većina europskih zemalja na materinjem jeziku u naslovu zakona koje uređuje područje stečaja ima neku izvedenicu latinskog 'concursus'. Lokalni nazivi zakona koji uređuje područje stečaja su primjerice[27]:

- Austrija : *Konkursordnung,*
- Belgija: *Loi sur les faillites,*
- Češka: *Zákon c. 182/2006 Sb.,o úpadku a zpusobech jeho rešení (insolvencní zákon),*
- Danska: *Bekendtgørelse af Konkursskatteloven,*
- Francuska: *Loi de Sauvegarde des Entreprises,*
- Finska: *Konkurssilaki,*
- Njemačka: *Insolvenzordnung,*
- Island: *Lög um gjaldþrotaskipti,*
- Irska: *Bankruptcy act* (za fizičke osobe), *Insolvency Law* (pravne osobe),
- Italija: *Disciplina del fallimento, del concordato preventivo, dell'amministrazione controllata e della liquidazione coatta amministrativa,*
- Luksemburg: glavne odredbe o stečaju sadržane su u *Code de Commerce,*
- Nizozemska: *Faillissementswet,*
- Norveška: *Konkurslov,*
- Portugal: *Código dos Processos Especiais de Recuperação da Empresa e de Falência,*
- Slovenija: *Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju,*
- Španjolska: *Ley Concursal,*
- Švicarska: *Loi fédérale sur la poursuite pour dettes et la faillite* (Fr.), *Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs* (Njem.), *Legge federale sulla esecuzione e sul fallimento* (Tal.), i
- Turska: *Icra ve iflas kanunu*.

[26] Izvor: Aneks A Europske konvencije o stečajnom postupku, 1995.

[27] Izvor: International Insolvency Institute, http://www.iiiglobal.org/country/index.html (Pristupljeno 15.09.2008.)

Sve bi ove zemlje mogle koristiti nekakvu lokalnu izvedenicu riječi 'insolventnost', ali mnoge to ne čine jer imaju svoj vlastiti jezik i tradiciju. U 15 promatranih država članica EU postoji 55 vrsta stečajnih postupaka, a u naslovu njih samo 6 se spominje neka izvedenica riječi insolventnost[28]. Zašto bismo onda u Hrvatskoj izbacivali vlastite riječi radi uvođenja novokovanih tuđica?

Valja pozitivno diskriminirati materinji jezik, i kad god je to moguće koristiti hrvatske riječi i hrvatske izraze. U međunarodnom prometu, prije svega u slučajevima međunarodnog stečaja, naš Stečajni zakon može se i treba se prevoditi kao *'Insolvency law'*, ali u domaćem prometu za to nema nikakvog valjanog razloga.

Čini se da se ovdje prije svega radi o nastojanju transferiranja njemačkih i austrijskih ne samo pravnih rješenja, nego i termina u hrvatsko okruženje. No, ovo valja raditi s mjerom, vodeći računa o specifičnostima hrvatskog jezika i prakse, a ne nametati novokovanice iz nejasnih razloga.

2.1.3. Restrukturiranje u stečaju i stečajni plan

Stečaj ne mora završiti otpuštanjem svih radnika, prodajom imovine, i zatvaranjem poduzeća, već se u stečajnom postupku može provesti i restrukturiranje. Na taj način stečajni dužnik opstaje i nastavlja poslovati u više ili manje izmijenjenom obliku. Dakle, nakon otvaranja stečajnog postupka postoje dva glavna puta: može se provesti redovan stečajni postupak, ili se može provesti restrukturiranje u stečaju[29].

U SZ se odnedavna ovaj proces restrukturiranja naziva 'stečajni plan', i to je upravo doslovan prijevod njemačkog izvornika (*'Insolvenzplan'*[30]). Ovo je nastavak tendencije transfera njemačkih jezičnih izraza u hrvatsko okruženje.

'Insolvenzplan' u duhu njemačkog jezika možda i ima nešto drugačije značenje, ali njegov doslovan prijevod na hrvatski nije dobro rješenje jer implicira kako se klasični stečajni

[28] Aneks A Europske konvencije o stečajnom postupku, 1995.

[29] U njemačkoj teoriji postoji i model likvidacijskog stečajnog plana, no o njemu će kasnije biti više riječi.

[30] poglavlje 6., čl. 217-269 InsO

postupak[31] (odnosno onaj kod kojeg se prodaje sva imovina i zatvara poduzeće) odvija neplanski – po svemu sudeći stihijski, kaotično, i bez reda. Ovo nije istina, jer Stečajni zakon detaljno uređuje kako će se stečaj provoditi, tko, kada, i što smije i može raditi u stečajnom postupku.

Stečajni bi upravitelj nakon imenovanja trebao napraviti plan provedbe stečaja (ili '*stečajni plan'*) za svako trgovačko društvo u stečaju kod kojeg je imenovan upraviteljem, jer je to dio njegovog posla, osobito stoga jer je vremenski horizont provedbe stečaja relativno kratak, te on mora raditi efikasno i brzo. Budući da stečaj mora biti zaključen godinu i pol dana nakon održavanja izvještajnog ročišta[32] stečajni upravitelj bi trebao napraviti *'stečajni plan'* i u klasičnom stečajnom postupku, u kojem će definirati faze provedbe postupka (ciljeve, način izvedbe, potrebno vrijeme, potrebne resurse, itd.) kako bi na vrijeme mogao izvršiti svoju obvezu unovčenja imovine stečajnog dužnika, jer je pritisnut vrlo ograničenim vremenskim rokom.

Iz ovoga je jasno kako je *'stečajni plan'* sasvim neodređena pravna formulacija koja u praksi može značiti više situacija, pa tako i uobičajeno planiranje pri rasprodaji i unovčenju imovine, odnosno planiranje u tijeku onoga što se u statistici naziva „smrt trgovačkog društva“[33]. Stečajni plan može biti i plan rasprodaje dužnikove imovine, plan diobe, plan razvrstavanja vjerovnika, itd.

Posljednjim izmjenama Stečajnog zakona (NN 82/2006) iz zakona je potpuno izbačen termin 'preustroj' te je zamijenjen navedenim 'stečajnim planom'. Navodi se kako je „… tom izmjenom euforični, političko-pravno obojeni amerikanizam (preustroj u smislu reorganizacije) zamijenjen značenjski širim i preciznijim pravnotehničkim terminom stečajni plan (…)“[34]

Hoće li se specifični stečajni postupak u kojem stečajni dužnik opstaje i nastavlja poslovati zvati jednim ili drugim imenom možda je u konačnici sasvim svejedno, jer je bitno što se u tom specifičnom postupku zaista događa, a događa se restrukturiranje, i to prije svega imovinsko i/ili vlasničko, odnosno reorganizacija. Stečajni dužnik izmjenjuje način

[31] U ovom radu izraz „klasični“ stečajni postupak podrazumijeva likvidacijski stečajni postupak. Ovo opravdava statistika stečajnih postupaka u Hrvatskoj, iz koje je sasvim jasno da je likvidacijski stečajni postupak daleko najčešći.

[32] čl. 27 SZ

[33] Eurostat objavljuje podatke o mortalitetu trgovačkih društva, u smislu zatvaranja nakon stečaja.

[34] Dika, M.: Četvrta novela stečajnog zakona, Narodne novine, Zagreb, 2006., str. 7.

dotadašnjeg poslovanja (jer ga je ono dovelo do stečaja), sanira dugovanja, eventualno izmjenjuje vlasničku strukturu, te po potrebi čini i mnoge druge izmjene. To je restrukturiranje u pravom smislu riječi, te 'stečajni plan' nikako nije niti značenjski širi, a čak i da jest ne bi mogao istodobno biti i precizniji termin.

Je li 'preustroj' „euforičan“ termin čini se da je prije svega odraz subjektivnog stava i osobnog dojma, a o tome je li to „političko-pravno obojeni amerikanizam“ se može raspravljati. Ova tvrdnja (primjetno i bezrazložno pejorativna) vjerojatno proizlazi iz toga što američki stečajni zakon omogućava znatno lakšu, jednostavniju, i bržu provedbu restrukturiranja, te iz činjenice da se preustroj u SAD-u relativno često događa. No, valja uočiti kako postoji globalni trend kretanja stečajnih režima od pro-vjerovničkih ka pro-dužničkima, te sve više država u svijetu preorijentira svoja stečajna zakonodavstva u smjeru američkog, odnosno u smjeru pružanja veće zaštite dužnika nad vjerovnicima i promocije restrukturiranja u stečaju, kako pokazuje npr. Rajak (1998.)[35] na primjerima europskih država, ili Westbrook (2001.)[36] na globalnoj razini.

Možda je korijen problema upravo u tome što se zaštita vjerovnika u Hrvatskoj prečesto smatra samorazumljivom dogmom, te se katkad čini da ju je zabranjeno preispitivati. Uzroke ovome treba tražiti, među ostalim, u fiksaciji njemačkim uzorom, te u snažnom bankarskom lobiju (banke su najčešći i najveći vjerovnici u stečajnim postupcima u Hrvatskoj), te u činjenici da su pojedini stručnjaci koji su sudjelovali u stvaranju Stečajnog zakona ujedno i pravni savjetnici određenih banaka.

To što je hrvatski Stečajni zakon orijentiran u smjeru zaštite vjerovnika, a ne u smjeru zaštite dužnika, nije stvar čiste logike, zdravog razuma, moralnih normi, ili čega drugog, nego je posljedica političke odluke i stvar izbora. Stečajni zakon ne mora nužno i pod svaku cijenu

[35] Rajak, Harry; **Rescue Verus Liquidation in Central and Eastern Europe**, Texas International Law Journal, Vol. 33 Issue 1, 1998, str. 157-172

[36] Westbrook, Jay Lawrence; **Systemic Corporate Distress: A Legal Perspective**, Resolution of Financial Distress – An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws, World Bank Institute, Washington, 2001., str. 48-49

štititi vjerovničku stranu, kako se to u Hrvatskoj često tvrdi, a restrukturiranje je često neprovedivo bez određene razine zaštite dužnika[37].

Stoga orijentacija stečajnog zakona u određenom pravcu (naklonjenost vjerovnicima nasuprot favoriziranju dužnika) ne mora automatski determinirati i opseg mogućnosti opstanka insolventnog trgovačkog društva i nakon stečaja, što je odličan signal i za Hrvatsku. Valja, dakle, pronaći način u kojem će održivi stečajni dužnici moći opstati, premda je ovdašnji Stečajni zakon sklon vjerovnicima, tj. praktično rečeno – bankama.

Dakle, 'preustroj' sam po sebi nije političko-pravni termin, već je mogućnost njegove provedbe posljedica političko-pravnih odluka. Drugim riječima, hoće li se preustroj zaista moći provoditi u praksi (a u Hrvatskoj se praksi iznimno rijetko provodi) ovisi o strateškoj političkoj odluci o inklinaciji Stečajnog zakona ka zaštiti vjerovnika ili ka zaštiti dužnika, dok konkretni preustroj određenog poduzeća ne bi smio biti objekt političkog, već racionalno-ekonomskog odlučivanja.

Nadalje, 'preustroj' je možda nespretan prijevod izraza 'restrukturiranje', ali ni 'preustroj' ni 'restrukturiranje' nisu amerikanizmi, već izvedenice iz latinskog jezika (*'re'* = opet, ponovo, i *'structura'* = organizacija, način na koji je jedna cjelina složena od elemenata ili pojedinosti, ustrojstvo, ustroj, sustav, građa).

Zbog svega navedenog u ovom će se radu govoriti o restrukturiranju u stečaju. *'Stečajni plan'* je proces u kojem se prije svega odvija restrukturiranje, a ne nešto drugo, te u tom smislu izbor termina u naslovu i sadržaju ovog rada cilja na samu bit postupka, na ono što se zaista događa, bez generaliziranja i nes(p)retnih pravnih prijevoda.

[37] No, bilo bi pretjerano pojednostavljeno tvrditi kako se u državama čiji su stečajni zakoni pro-vjerovnički orijentirani stečajni dužnici najčešće likvidiraju. Analizirajući 300 slučajeva likvidacije u Švedskoj u razdoblju između 1987. i 1991. Thorburn (2000.) je pokazala kako je u čak 75% slučajeva dužnik opstao i nastavio poslovati kao tzv. *going concern*. Pri tom treba reći kako Švedska ima izrazito pro-vjerovnički Stečajni zakon i dopušta tzv. lebdeće osiguranje (*floating charge*), kojim vjerovnik kao instrument osiguranja može koristiti materijalnu, ali i svu nematerijalnu imovinu dužnika, odnosno kao kolateral može uzeti cijelo trgovačko društvo. Stečajna je procedura u Švedskoj takva da sud po nalogu vjerovnika (tj. banke) nakon kristalizacije lebdećeg osiguranja preuzima dužnika i nastoji na novčanoj aukciji najboljem ponuđaču prodati insolventno trgovačko društvo kao cjelinu. Često se događa da bivši vlasnik od banke otkupljuje nazad svoje insolventno trgovačko pri čemu banka svakako ima financijske koristi od toga, ali i društvo opstaje i nastavlja poslovati.

2.2. O stečajnom postupku u Republici Hrvatskoj

Stečajni je postupak detaljno propisan Stečajnim zakonom, a stečajni postupci u Hrvatskoj se vode pred trgovačkim sudovima[38]. Hrvatsko stečajno zakonodavstvo i praksa pri trgovačkim sudovima imaju relativno dugu tradiciju. Godine 1954. donijet je Zakon o privrednim sudovima kojim je u članku 105. određeno kako okružne državne arbitraže postaju Okružni privredni sudovi, a republičke državne arbitraže Viši privredni sudovi. Tada nije bilo zakona koji bi regulirao građanski postupak, nije postojao Zakon o obveznim odnosima, ni drugi zakoni procesnog i materijalnog prava. Primjenom propisa od prije II. svj. rata te sudskom praksom privredni su sudovi uspostavljali sve bitne principe po kojima su se kasnije pisali propisi i gradio sudbeni sustav.

Za vrijeme SFRJ i primjene modela samoupravljanja i centralno upravljanog gospodarstva ishod poslovnih poteškoća poduzeća bio je ovisan o političkim odlukama, te su neuspjesi državnih poduzeća redovito bili sanirani na teret poreznih obveznika (ili na „teret“ inflacije). Zaposlenost odnosno borba protiv nezaposlenosti bili su primarni interesi komunističkog ekonomskog sustava, te je težnja ka očuvanju radnih mjesta rezultirala endemskoj pojavi stečajeva. Više od pola stoljeća djelovanja u gospodarsko-političkom okruženju u kojem je bilo „normalno“ ne snositi posljedice za loše poslovanje ostavile su traga u mentalitetu hrvatskih građana, te mnogi i danas smatraju kako će netko drugi podmirivati njihove obveze, odnosno kako je dužnost hrvatske vlade spašavati neodržive poslovne subjekte novcem poreznih obveznika.

[38] Zasebno, samostalno, i specijalizirano trgovačko pravosuđe osim u Hrvatskoj postoji i u (među ostalim): Francuskoj, Belgiji, Luksemburgu, Ruskoj Federaciji, Švicarskoj (samo u nekim kantonima), Austriji (samo za područje Beča), Danskoj (za područje Kopenhagena), Češkoj (u drugostupanjskim stvarima u Pragu, Brnu i Ostravi), te u Irskoj. U znatnom broju zemalja su za suđenje u trgovačkim stvarima nadležni redovni sudovi, (primjerice u Njemačkoj), s time da se mogu osnovati posebna vijeća za suđenje u trgovačkim stvarima, (Italija, Danska – osim za šire područje Kopenhagena), u radu čijih sudova mogu sudjelovati i laici s potrebnim stručnim znanjem iz područja trgovine i pomorstva. U drugim pak državama u redovnim sudovima postoje posebni odjeli za suđenje u trgovačkim stvarima, kao što je to primjerice u Austriji, Mađarskoj, Grčkoj (u pomorskim stvarima), Poljskoj, Rumunjskoj, Slovačkoj. Iz: Barbić, Jakša: **Trgovačko sudstvo u Hrvatskoj**, Internet: http://www.vtsrh.hr/default.asp?gl=200410260000007, pristupljeno: 18.12.2007

Krajem 1980-tih počinje se formirati stav kako bi gospodarski subjekti sami trebali snositi posljedice kako za svoje uspjehe, tako i za neuspjehe[39]. No, taj opći stav nije rezultirao odgovarajućim zakonima i praksom.

Nakon proglašenja nezavisnosti Republika Hrvatska preuzima bivše zakone, pa tako i Zakon o prisilnoj nagodbi, stečaju i likvidaciji iz 1989[40]. Zaokretom ka tržišnoj ekonomiji i kapitalizmu ovaj je zakon donekle izmijenjen i dopunjen 1994. godine[41], no bio je potreban odista novi model Stečajnog zakona. Novi koncept stečajnog sustava iznjedrio je novi Stečajni zakon[42] koji je stupio na snagu 01.01.1997. godine.

Nakon tranzicije i osamostaljenja Republika Hrvatska gradi svoj stečajni sustav prema njemačkom modelu. Hrvatski Stečajni zakon iz 1997. najvećim je dijelom preuzet iz njemačkog Stečajnog zakona (njem. *Insolvenzordnung*), koji je ondje stupio na snagu 1. siječnja 1999[43]. Budući da zakoni ne spadaju pod intelektualno vlasništvo i ne podliježu autorskim pravima, a potrebno je puno znanja i iskustva da se donese kvalitetan zakon, mudro je preuzeti određeni zakon iz zemlje koja ima više tradicije, znanja i iskustva u određenom području nego prolaziti kroz mukotrpan proces samostalnog iznalaženja originalnog zakona, te zatim višestrukih izmjena i dopuna sve dok se ne iskristalizira kvalitetna i funkcionalna verzija. Ideja transfera stečajnog zakona dobra je i stoga što se kao izvor odabrala zemlja s kojom Hrvatska ima brojne povijesne, političke, kulturne, i druge sveze, za razliku od nekih reformi u hrvatskom pravosuđu gdje su se nastojala implementirati rješenja iz skandinavskih zemalja, koja, doduše, funkcioniraju u originalnom ambijentu, ali potpuno odudaraju od ovdašnjeg podneblja.

Dakako, postoji i naličje ovog prijenosa legislative. Ono se primarno očituje u specifičnostima i razlikama duha i tradicije njemačkog i hrvatskog naroda. Naime, široko je poznata njemačka sustavnost, organiziranost, strukturiranost, i uređenost, koji izviru iz mentaliteta i kulture njemačkog naroda, a projiciraju se u društvu i njegovim djelima, pa tako i u zakonima.

---

[39] Interesantno je promatrati kako mnogi poduzetnici svoje uspjehe pripisuju isključivo i jedino sebi i svojim sposobnostima, no u situaciji kada se nalaze u poslovnim poteškoćama njihovi neuspjesi redovno su rezultat rada i utjecaja nekog drugog, a ne njih samih!

[40] Službeni list SFRJ 84/89

[41] NN 9/94

[42] NN 44/96

[43] Bundesgesetzblatt 1994. I S.2866

S druge strane, hrvatski mentalitet i kultura su u mnogočemu drugačiji (nikako ne želeći kvalitativno ih diferencirati i/ili rangirati), te ga karakterizira neuređenost u mnogim sferama, fluidnost u primjeni propisa, što za posljedicu ima snalažljivost i prilagodljivost pojedinaca i grupa, te kreativnost koja je često nužna za funkcioniranje u takvom ambijentu. Transfer jednog opsežnog i zahtjevnog zakona kao što je stečajni zakon u određenom je smislu i pokušaj prijenosa pojedinih elemenata kulture i karakternih osobina iz jednog društva u drugo. Jasno je kako ovakva svojevrsna transplantacija kulture ne može proći sasvim glatko, te za posljedicu ima otpor od strane osoba koji ovaj zakon provode u hrvatskoj praksi[44], jer su pojedini elementi ovog zakona odveć složeni za hrvatsko društvo koje nije toliko sustavno strukturirano i toliko uređeno kao njemačko.

Stoga valja pronaći „srednji put“ – rješenje koje bi postupno apliciralo pozitivne vrednote i 'know-how' njemačkog društva (odnosno zakonodavstva) u specifičnom hrvatskom ambijentu, te koje bi ispravljalo pojedine negativnosti u ovdašnjem društvu, ali na prikladan način koji bi prije svega bio izvediv. Treba izbjegavati slijepo prepisivanje i prevođenje stranih rješenja i termina, a sve bez razmatranja kako će to uopće funkcionirati u domaćem okruženju.

Valja imati na umu i savjete stručnjaka Svjetske banke, koji ističu kako je u državama u kojima pravosudni sustav ne funkcionira uzorno bolje instalirati jednostavniji model stečajnog postupka. „Postoji opća zabluda kako je stečajni zakon potreban da bi se sprovela prava vjerovnika. U praksi zakoni najčešće pogoršaju pravnu nesigurnost i još više uspore pravosudni sustav u zemljama u razvoju.“[45]

2.3. Elementi procedure stečajnog postupka u Hrvatskoj

Ovdje su prikazani pojedini elementi stečajne procedure u Republici Hrvatskoj, sukladno Stečajnom zakonu i podrednim propisima koji se tiču stečajnog postupka. Pravni postupci stečajne procedure predstavljeni su s motrišta ne-pravnika i namijenjeni su prije svega ne-pravnicima (ali i pravnicima koji nisu specijalizirali stečajni postupak), kao uvod i

[44] Pogledati rezultate analize stanja i ankete provedene među hrvatskim praktičarima.

[45] Grupa autora: **Doing business in 2004: Understanding Regulation**, A copublication of the World Bank, the International Finance Corporation, and Oxford University Press, World Bank, Washington, 2004., str. 72

pojašnjenja elementarnih točaka stečajnog postupka. Za širu analizu stečajne procedure interesenti se upućuju u literaturu (npr. Junačko, 2004.)[46].

Stečajni je postupak jedini sudski postupak u čijem provođenju sudjeluju i izvansudska tijela (stečajni upravitelj, skupština i odbor vjerovnika). Stečaj je generalna, opća ovrha, te se u stečajnom postupku provode i određeni elementi ovršnog postupka. U tom smislu, Ovršni i Stečajni zakon blisko su povezani.

Stečajni je postupak blizak parničnom postupku, te se u stečajnom postupku primjenjuju pravila parničnog postupka[47]. No, za razliku od parničnog postupka stečajni se postupak ne provodi između dvije strane sa suprotstavljenim interesima[48]. Interes vjerovnika je namiriti svoje tražbine, a to je i zadatak stečajnog upravitelja koji zastupa stečajnog dužnika – unovčiti imovinu i predati utržak vjerovnicima, odnosno najvećoj mogućoj mjeri podmiriti dužnikove obveze. Dakle, i vjerovnici i stečajni dužnik (kojeg zastupa stečajni upravitelj) imaju u konačnici isti, a ne suprotstavljeni interes, što se često u praksi zaboravlja.

U stečajnom se postupku ne može tražiti povrat u prijašnje stanje[49], niti se može podnijeti prijedlog za ponavljanje postupka[50]. Drugim riječima, što je učinjeno u stečajnom postupku, učinjeno je. Ovo je osobito važno za određene kontradiktorne stečajne postupke vođene u Hrvatskoj nakon osamostaljenja. No, nakon najnovijih izmjena učinjenih 2006. god. Stečajni zakon propisuje da se u posebnim slučajevima može zatražiti revizija[51].

U Hrvatskoj se stečajni postupak može provesti samo nad pravnim osobama i ograničenim krugom fizičkih osoba. Fizičke osobe nad kojima se može otvoriti stečaj su trgovac pojedinac i obrtnik[52], a trenutno se vodi diskusija i oko uvođenja mogućnosti otvaranja stečaja nad svim fizičkim osobama, kao što je to učinjeno u npr. Sloveniji 2008. godine.

[46] Junačko, Zdravko: **Stečajni zakon – Komentar i sudska praksa**, Poslovni zbornik, Zagreb, 2004.

[47] čl. 6 SZ.

[48] Iz odluke VTSRH, Pž-1998/01 od 03.05.2001.

[49] čl. 7. st. 6. SZ

[50] čl. 11. st. 10. SZ

[51] čl. 11. st. 10. SZ

[52] čl. 3 st. 1 SZ

Jednom otvoreni stečajni postupak u biti nema svoj konačni kraj. Stečaj nije završen kada je zaključen[53]; i nakon zaključenja se stečajni postupak može nastaviti, i to prije svega radi naknadne diobe ili ukoliko je pronađena neka imovina koja je u vlasništvu dužnika, a koja prethodno nije bila poznata. Također, stečajni se postupak može zaključiti bez obzira što su neke tražbine osporene i što se zbog njih još vode parnice. Ako pri završnoj diobi ove parnice još uvijek nisu riješene, stečajni će upravitelj rezervacije za ova potraživanja položiti kod suda ili javnog bilježnika[54]. Ovo je rješenje prilično neobično, jer ni sud ni javni bilježnik nisu financijske institucije, ne bave se čuvanjem novca, i ne obračunavaju kamate koje bi se mogle ostvariti kada bi ovaj novac bio pohranjen kod banke ili druge financijske institucije.

Dakle, stečajni se postupak može zaključiti i dok traju parnice o osporenim tražbinama, a rezervirani novac će biti pohranjen suca ili bilježnika. Stečajni upravitelj će ove iznose podijeliti u naknadnoj diobi[55] kada se parnice okončaju.

Stečajni postupak u Hrvatskoj bi trebao trajati oko godinu i pol. Naime, zakonodavac je propisao kako stečajni upravitelj mora dovršiti unovčenje imovine u roku od godine i pol dana od izvještajnog ročišta tako da se može pristupiti završnoj diobi, inače će biti razriješen[56]. Ovime se prilično paušalno i administrativno odrezao vremenski horizont dužine postupka, čime je prioritet u postupku transferiran sa interesa vjerovnika (među kojima su i radnici) i dužnika, na interes stečajnog upravitelja, a interes stečajnog upravitelja postaje što prije (a ne što kvalitetnije i efikasnije) okončati postupak.

Daleko bi bilo bolje (ali naravno i zahtjevnije) raditi na permanentnoj edukaciji upravitelja i sudaca, u čije se obrazovanje ulaže vrlo malo. No, premda se ništa ne investira od njih se svejedno sa svakom izmjenom zakona zahtijeva sve više. Tako se od njih očekuje brži i efikasniji rad, no tom očekivanju ne prethode gotovo nikakva prethodna ulaganja.

Valja spomenuti i ovu kontradiktornost; stečajni upravitelj je istodobno i zastupnik dužnika i njegov vjerovnik. Naime, stečajni je upravitelj vjerovnik stečajne mase[57], i trošak svoje 'plaće' potražuje od dužnika, kojega ujedno i zastupa.

[53] čl. 199 st. 2 SZ

[54] čl. 194 SZ. Pri svakoj prodaji imovine i diobi utrška stečajni upravitelj dužan je rezervirati dio za osporene tražbine.

[55] čl. 199 SZ

[56] čl. 27 st. 1 SZ

[57] čl. 86 st. 2 SZ

2.3.1. Stečajni razlozi

Stečaj se pokreće samo ako za to postoje zakonom definirani razlozi, a to su nesposobnost za plaćanje (insolventnost), prijeteća nesposobnost za plaćanje, i prezaduženost. Nad fizičkom osobom neće se pokrenuti stečaj ako je ona prezadužena, već je prezaduženost razlog za stečaj samo kod pravnih osoba. No, i kod pravnih osoba prezaduženost je tek sekundarni razlog za stečaj. Naime, prezaduženost je razlog za stečaj samo ako postoji opasnost od insolventnosti.

Prezaduženost postoji ukoliko imovina dužnika ne pokriva njegove obveze, ali se neće smatrati da je dužnik prezadužen ako se može osnovano pretpostaviti da će nastavkom poslovanja uredno ispunjavati svoje obveze po dospijeću[58]. Dakle, dužnik smije biti i prezadužen, te sama prezaduženost nije uvijek dovoljan razlog za stečaj ukoliko dužnik podmiruje svoje obveze na vrijeme. Proizlazi kako je u Hrvatskoj insolventnost u stvari jedini praktični stečajni razlog. Usporedbe radi, u SAD-u i Velikoj Britaniji dužnik ne mora biti insolventan da bi se pokrenuo stečajni postupak.

Osim ovih stečajnih razloga u povijesti stečajnih zakona na tlu Hrvatske postojali su i drugi razlozi za pokretanje stečaja, no oni važećim Stečajnim zakonom nisu priznati, kao npr. nelikvidnost ili poslovanje s gubitkom. Stoga, poduzeće smije stvarati gubitke i biti nelikvidno sve dok je solventno, a tek nakon što postane nesposobno za plaćanje kandidira se za stečaj.

Smatra se da je dužnik insolventan ako ima evidentirane nepodmirene obveze kod banke koja za njega obavlja poslove platnog prometa[59] u razdoblju duljem od 60 dana[60]. Čak i

[58] iz odluke VTSRH Pž-1013/02 od 04.06.2002.

[59] Sintagmu „banka koja za dužnika obavlja poslove platnog prometa“ valja interpretirati u svjetlu Ovršnog zakona, te ju treba promatrati u smislu banke koja vodi glavni račun dužnika. Glavni račun je račun za redovno poslovanje koji je dužnik odredio kao račun za plaćanje zakonskih obveza i javnih prihoda, za naplatu vrijednosnih papira i instrumenata plaćanja, te naloga s naslova ovrhe sudskih odluka i drugih ovršnih isprava (čl. 207 st. 1 OZ).

Ako banka koja vodi glavni račun ne može ovršiti dovoljno novaca sa dužnikovog glavnog računa, po Ovršnom zakonu nalaže joj se ovrha sa svih dužnikovih računa kod drugih banaka (čl. 208 st. 1 OZ). Druge banke kod kojih se vode ovršenikovi računi dužne su na zahtjev banke kod koje se vodi ovršenikov glavni račun obavijestiti tu banku o sredstvima na računima koje one vode (čl. 208 st. 2 OZ).

ako je imao sredstava na drugim svojim računima kojima su se mogle namiriti sve te obveze to još uvijek ne mora značiti da je on sposoban za plaćanje.

Ako je trgovačko društvo trenutno sposobno za plaćanje, ali postoji visoka vjerojatnost kako u budućnosti to neće biti, ono može podnijeti prijedlog za otvaranje stečajnog postupka zbog razloga prijeteće insolventnosti. Vjerovnici ne mogu podnositi ovaj prijedlog, već samo dužnik, i to stoga jer vjerovnici ne mogu imati dovoljno uvida u poslovanje dužnika da bi sa sigurnošću mogli tvrditi kako će dužnik u budućnosti biti nesposoban za plaćanje.

Ukoliko je trgovačko društvo insolventno i/ili prezaduženo tada postoji stečajni razlog te se stečaj može pokrenuti nakon podnošenja prijedloga za otvaranje stečajnog postupka. Ako ovaj prijedlog nije podnesen, vrijedi načelo slobodne inicijative stranaka (načelo dispozitivnosti), te se vjerovnici i dužnik mogu izmiriti premda stečajni razlog (insolventnost i/ili prezaduženost) još uvijek postoji.

Dakle, iako je trgovačko društvo nesposobno za plaćanje i/ili prezaduženo ono može nastaviti redovno poslovati ukoliko sklopi kakav usmeni ili pismeni sporazum sa svojim vjerovnicima, ali jednom kada je stečaj pokrenut više nema povratka, i ne postoji mogućnost izmirenja čime bi se stečajni postupak obustavio. Otvoreni stečaj se mora dovršiti, a može se obustaviti jedino ukoliko je naknadno (u tijeku postupka) dužnik postao solventan, odnosno više nije prezadužen.

Za sud je potpuno irelevantno kolika je imovina stečajnog dužnika, i koliko u njegovoj imovini iznose potraživanja. Dakle, sudu ništa ne znači ako dužnik nepodmirenje vlastitih obveza pravda time što drugi njemu ne plaćaju[61]. Ukoliko postoji stečajni razlog (što u praksi znači blokada računa u razdoblju duljem od 60 dana) stečaj se otvara bez ikakvih dodatnih pitanja i pojašnjenja. „Ako je utvrđeno postojanje stečajnog razloga stečajni se postupak mora

---

Dakle, svi dužnikovi računi u Republici Hrvatskoj podložni su ovrsi dok se ne namiri potraživanje. Ukoliko je dužnik insolventan, u smislu Ovršnog zakona to znači da su mu podredno blokirani svi računi u zemlji, jer su u ovrsi sve banke dužne prenositi sredstva na glavni račun dužnika. Stoga se „drugi računi“ u odredbi Stečajnog zakona kojom se propisuje da je „dužnik u razdoblju insolventnosti imao sredstava na drugim svojim računima“ odnose na račune koje dužnik ima u **inozemstvu**.

[60] čl. 4. st. 4. SZ

[61] vidjeti odluku VTSRH Pž-2501/01 od 22.05.2001.

provesti i ne postoji bilo koji pravni odnos ili pravo uslijed čijeg prethodnog rješenja bi ovisilo hoće li ili neće sud provesti stečajni postupak.“[62]

Ovo ukazuje kako svako trgovačko društvo treba dobro upravljati svojim potraživanjima i oprezno pristupati i poslovati sa svojim dužnicima, jer ih bi u protivnom ovi u određenim okolnostima indirektno mogli „gurnuti“ u stečaj.

2.3.2. Troškovi stečajnog postupka

Svaki vjerovnik snosi svoje troškove u stečajnom postupku[63], ali samo onaj koji pokreće stečajni postupak dužan je uplatiti uz redovnu sudsku pristojbu i dodatnu pristojbu u iznosu 10.000 kuna[64].

Uz ove pristojbe vjerovnik je dužan platiti i predujam za troškove prethodnog postupka, i to u iznosu u kojem to zaključkom odredi sudac[65]. Ovdje je bitno napomenuti kako se odluke u stečajnom postupku donose u obliku rješenja i u obliku zaključka[66], a protiv zaključka nije dopuštena žalba. Dakle, vjerovnik mora platiti predujam za troškove prethodnog postupka u iznosu u kojem to sudac odredi, inače se stečaj neće provesti, a žalba nije dopuštena. Plaćanje predujma je nužan preduvjet, i vjerovnici ga ne mogu izbjeći podnošenjem dokaza o insolventnosti kao što je to bilo u prethodnoj verziji zakona (prije 2006). Jasno je kako ovo djeluje destimulirajuće za vjerovnike, i time se teret troška prethodnog postupka sasvim neopravdano svaljuje na njih. Zašto bi vjerovnik koji predlaže stečaj bio dužan plaćati cijenu prethodnog postupka, ako se u tom postupku utvrdi da je vjerovnik bio u pravu kada je zatražio stečaj jer je dužnik zaista insolventan?

Povrh svega, nakon što plati ove pristojbe i predujam vjerovnik je dužan uplatiti još i 500 kn za prijavu tražbine, što nije osobito visok iznos ali djeluje destimulirajuće, a k svemu navedenome valja pridodati i odvjetničke honorare.

Iz navedenoga je jasno kako se kod manjih iznosa potraživanja uopće ne isplati pokretati stečajni postupak. Uz sve ove pristojbe i naknade, i općenito upitan ishod postupka

[62] iz odluke VTSRH Pž-5581/01 od 20.11.2001.

[63] čl. 14 SZ

[64] čl. 39a st. 1SZ

[65] čl. 41 st. 1 SZ

[66] čl. 10 SZ

(hoće li se uopće nešto moći utržiti iz imovine i naplatiti?) valja dobro izvagati je li ekonomičnije i racionalnije otpisati potraživanje, ili pokušati kroz stečajni postupak naplatiti barem jedan njegov dio[67].

Valja istaći kako radnici (tj. zaposlenici) dužnika nisu dužni platiti nijednu od prethodno navedenih pristojbi u stečajnom postupku. Ovo je logično jer radnici po svoj prilici stečaj pokreću jer im nisu isplaćene plaće. Stoga nemaju odakle plaćati raznorazne pristojbe, a kako se Republika Hrvatska definira kao 'socijalna država'[68] razumljivo je zašto su oslobođeni ovih obveza.

Osim navedenih troškova postoje još i paušalni troškovi utvrđivanja tražbine i unovčenja predmeta[69]. Naime, nakon unovčenja predmeta 10% od utrška izdvaja se za ove troškove, i to 5% na ime troškova utvrđivanja tražbine i 5% na ime troškova unovčenja predmeta. Vjerovnicima se, stoga, raspodjeljuje 90% utrška nakon prodaje. Doduše, ako su stvarni troškovi „znatno niži ili viši“[70] obračunat će se stvarni troškovi. Što to „znatno“ zaista znači i koliko treba iznositi nije definirano zakonom i može se različito tumačiti.

Dakle, vjerovnik koji pokreće stečaj mora platiti redovnu sudsku pristojbu, zatim 10.000 kuna na ime posebne pristojbe, mora platiti trošak prethodnog postupka, mora platiti pristojbu kod prijave tražbine, te indirektno plaća trošak utvrđivanja tražbine i unovčenja imovine. Uz ovo, vjerovnik će najvjerojatnije platiti i usluge odvjetnika. Svi ovi troškovi, premda njihovi iznosi i ne moraju predstavljati nekakav osobiti financijski teret za vjerovnika, mogu ga izrazito demotivirati i odvratiti od konstruktivnog sudjelovanja u procesu.

[67] Doduše, troškovi postupka koje snosi vjerovnik su tražbine nižih isplatnih redova, te ih vjerovnici katkad mogu refundirati iz imovine dužnika (čl. 72 st. 1 toč. 2 SZ). No, ovo je prilično rijetko, što je jasno i iz same procedure jer se tražbine nižih isplatnih redova uopće ne prijavljuju. Zakonodavac (ispravno) pretpostavlja kako za njih neće preostati ništa, te ih stoga niti ne poziva da dostave prijave svojih potraživanja. Ukoliko nešto novca ipak preostane, stečajni upravitelj će ove vjerovnike pozvati da prijave svoje tražbine.

[68] članak 1. Ustava RH, NN 41/2001

[69] čl. 170 SZ

[70] čl. 170 st. 2 SZ

2.3.3. Redoslijed isplata

Stečajni vjerovnici svrstavaju se u isplatne redove, te se redoslijed isplata vrši sukladno tim redovima. Naravno, isplaćuje se ono što se uspjelo unovčiti prodajom imovine dužnika, a ako dužnik nema imovine ili je ona vrlo mala, tada redoslijed uopće nije bitan jer se i nema što podijeliti.

Često se navodi kako radnici imaju velika prava u stečajnom postupku, i spominje se kako su radnici 2006. godine zadobili prvi red pri isplati. Zaista, radnici su od 2006. god. svrstani u prvi viši isplatni red, ali se svejedno ne isplaćuju prvi. Oni, dakle, jesu po čl. 71 SZ u prvom višem isplatnom redu, ali se nakon toga propisuje kako se iz stečajne mase najprije namiruju troškovi stečajnog postupka i ostale obveze stečajne mase (čl. 85 SZ).

Što sve spada u troškove postupka i u ostale obveze stečajne mase vidljivo je u tablici 1. koja prikazuje redoslijed isplata nakon unovčenja imovine stečajnog dužnika. Očito je kako se npr. odvjetnici naplaćuju prije radnika (točka 2.2. je prije točke 3.; vidjeti tablicu 1.).

Tablica 1. Redoslijed isplata novca nakon prodaje dužnikove imovine [71]

1. troškovi stečajnog postupka – čine ih slijedeći troškovi:
1.1. sudski troškovi stečajnoga postupka,
1.2. nagrade i izdaci privremenoga stečajnoga upravitelja, stečajnoga upravitelja i članova odbora vjerovnika,
1.3. drugi troškovi za koje je Stečajnim ili drugim zakonom određeno da će se namirivati kao troškovi stečajnoga postupka;
2. ostale obveze stečajne mase – čine ih slijedeći troškovi:
2.1. obveze zasnovane radnjama stečajnoga upravitelja ili na drugi način upravljanjem, unovčenjem i podjelom stečajne mase, a koje ne spadaju u troškove stečajnoga postupka,
2.2. potraživanja odvjetnika za pružene usluge tijekom posljednjih šest mjeseci prije otvaranja stečajnoga postupka u svezi sa zaštitom i ostvarenjem prava dužnika koja ulaze u stečajnu masu,
2.3. obveze iz dvostranoobveznih ugovora ako se njihovo ispunjenje traži za stečajnu masu ili mora uslijediti nakon otvaranja stečajnoga postupka,
2.4. obveze na temelju neosnovanoga obogaćenja mase,
2.5. potraživanja radnika stečajnoga dužnika nastale nakon otvaranja stečajnoga postupka;
3. prvi viši isplatni red –potraživanja radnika i prijašnjih radnika stečajnog dužnika;
4. drugi viši isplatni red – sva potraživanja koja se ne mogu svrstati u više ili niže isplatne redove (sve ono što ne ide pod 1, 2, 3, ili 5 → ide pod 4)**;**
5. niži isplatni redovi – čine ih slijedeća potraživanja:
5.1. kamate na potraživanja stečajnih vjerovnika od otvaranja stečajnoga postupka,
5.2. troškovi koji za pojedine vjerovnike nastanu njihovim sudjelovanjem u postupku (nisu isto što i troškovi pod točkom 1.),
5.3. novčane kazne za kazneno ili prekršajno djelo kao i takve sporedne posljedice kaznenoga ili prekršajnoga djela kojima se nameće obveza plaćanja novca,
5.4. potraživanja za besplatnu činidbu dužnika,
5.5. potraživanja za povrat zajma kojim se nadomješta kapital nekoga člana društva ili odgovarajuća potraživanja.

Važno je spomenuti kako se redoslijed isplata redovno mijenjao, i svakom se novom verzijom Stečajnog zakona interveniralo u redoslijed isplata. Prethodno navedeni redoslijed je na snazi od 2006. godine.

Valja istaći kako dioničari nisu stečajni vjerovnici, i u redoslijedu isplata se ni ne nalaze. No, Hart (2000.)[72] predlaže da se i za dioničare ostavi dio vrijednosti dužnika, čak i onda kada nakon razlučnih vjerovnika za ostale vjerovnike ne preostaje ništa. Ovime bi se

[71] čl. 71, 72, 85, 86, i 87 SZ

[72] Hart, Oliver D.; **Different Approaches To Bankruptcy**, Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1903., 2000.

spriječilo tzv. *kockanje na uskrsnuće*[73], odnosno situacija kada uprava u težim poslovnim poteškoćama preuzima dodatni rizik kojim će možda uspjeti spasiti društvo, a ako ga ne spasi – „opet dobro“ (za upravu i dioničare, ne i za vjerovnike), posljedice ne mogu biti teže nego što jesu jer je društvo ionako bilo na putu za stečaj.

Kao zanimljivost može se navesti redoslijed isplata u Stečajnom zakonu Kraljevine Ugarske, Hrvatske i Slavonije od 01.09.1853. godine. Ondje je propisano pet razreda vjerovnika. Nakon namirenja razlučnih vjerovnika i troškova postupka, pod prvom točkom prvog razreda vjerovnika (dakle, na istom mjestu i položaju gdje se danas nalaze potraživanja radnika) nalazili su se troškovi pogreba stečajnog dužnika, naravno ukoliko je on umro prije ili poslije otvaranja stečaja[74].

2.4. Oblici stečajnog postupka u Republici Hrvatskoj

Ne postoji jedinstvena i općeprimjenjiva forma stečajnog postupka, ni u Hrvatskoj, ni u inozemstvu. Pravna procedura kojim se rješava pitanje insolventnosti i/ili prezaduženosti trgovačkog društva može imati više oblika. Uz klasični likvidacijski stečajni postupak, postoji još pet inačica, a to su: prethodni stečajni postupak, skraćeni stečajni postupak, stečaj male vrijednosti, osobna uprava, restrukturiranje u stečaju ('stečajni plan'), i međunarodni stečaj.

Svi su ovi postupci obuhvaćeni Stečajnim zakonom, i ne mogu se provoditi izvan stečaja.

2.4.1. Prethodni stečajni postupak

U prethodnom stečajnom postupku utvrđuje se postoje li razlozi za pokretanje „pravog“, klasičnog stečajnog postupka. Prethodni postupak nije obvezan i ne provodi se uvijek. Točnije, prethodni postupak je obvezan ukoliko vjerovnik predlaže stečaj nad

[73] Stiglitz, Joseph; **Bankruptcy Laws: Basic Economic Principles**, Resolution of Financial Distress – An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws, World Bank Institute, Washington, 2001., str. 9

[74] Rončević, Melita; **Stečajni zakoni iz 1853. i 1897. g. u Kraljevini Hrvatskoj i Slavoniji**, Glasnik arhiva Slavonije i Baranje, Osijek, 7-2003, str. 26. Iz navedenoga je jasno kako je ovaj zakon dopuštao stečaj i fizičkim osobama.

dužnikom, no ukoliko dužnik sam predlaže stečaj, ili ako dužnik prizna insolventnost i/ili prezaduženost, sudac ne mora pokrenuti prethodni postupak već može odmah otvoriti „pravi“ stečajni postupak[75].

Pri pokretanju prethodnog postupka može se imenovati privremeni stečajni upravitelj koji ima sve ovlasti kao i „obični“ stečajni upravitelj, može se zabraniti raspolaganje imovinom, zabraniti ili privremeno odgoditi ovrha, zabraniti isplate s računa dužnika, te se mogu odrediti i sve ostale mjere koje sudac smatra potrebnim kako bi se donijela ispravna odluka hoće li se stečaj otvoriti ili ne[76]. Za određivanje ovih mjera osiguranja nije potrebna privola dužnika, niti se trebaju održavati ikakva ročišta[77].

Navedene mjere sudac može odrediti čak i *prije pokretanja prethodnog* stečajnog postupka[78]. Dakle, već na samu indikaciju insolventnosti i/ili prezaduženosti može se imenovati (privremeni) stečajni upravitelj, zabraniti raspolaganje imovinom, isplate, i učiniti sve ostalo što sudac smatra potrebnim, a tek potom otvoriti prethodni stečajni postupak i u njemu utvrditi postoji li koji razlog za otvaranje stečaja.

Sve ovo još uvijek ne znači da je dužnik u stečaju. On je samo objekt intenzivne analize radi uvida postoji li insolventnost ili prezaduženost. No, u praksi se podrazumijeva da će se stečaj otvoriti ukoliko se imenuje privremeni stečajni upravitelj.

Ako je dužnik bio insolventan, ali do okončanja prethodnog postupka postane sposoban za plaćanje, prethodni postupak će se obustaviti, stečaj se neće otvoriti, a sve će troškove prethodnog postupka snositi dužnik[79]. Dužnik će nastaviti redovno poslovati i neće biti u stečaju, ali će za ovu kratkoročnu insolventnost biti „kažnjen“ obvezom plaćanja troškova prethodnog postupka.

Prethodni stečajni postupak može trajati najdulje tri mjeseca, osim radi „posebnih okolnosti“[80]. Koje su to posebne okolnosti, nije propisano. Proizlazi kako to može biti gotovo bilo što što individualni stečajni sudac smatra posebnim okolnostima.

[75] čl. 42 st. 3 SZ

[76] čl. 44 SZ

[77] odluka VTSRH Pž-772/01 od 27.02.2001.

[78] čl. 44 st. 3 SZ

[79] čl. 53 st. 7 SZ

[80] čl. 42. st. 4 SZ

2.4.2. Skraćeni stečajni postupak

Stečajni postupak se može otvoriti i zaključiti u istom trenutku. Ovo se naziva skraćenim stečajnim postupkom. Stečajni zakon o tome govori na više različitih mjesta, a razlika se sastoji u tome je li prethodni postupak bio pokrenut ili nije. Premda se on formalno naziva 'postupkom', u skraćenom stečajnom postupku praktično i nema opsežnih postupanja u procesnom smislu, već se problem rješava „jednim udarcem“ i dužnik se briše iz registra i nestaje kao pravna osoba.

Ukoliko se tijekom prethodnog postupka utvrdi da je imovina dužnika neznatna, ili da se njome ne mogu namiriti ni troškovi stečajnog postupka, stečajni će sudac otvoriti i zaključiti postupak u istom trenutku[81]. Premda se stečaj otvara i odmah zaključuje, imenuje se i stečajni upravitelj. Ako neka imovina ipak postoji (ili je neznatna, ili je u trenutku otvaranja i zaključivanja stečaja bila nepoznata) stečajni upravitelj će ju nakon zaključenja postupka unovčiti i njome podmiriti troškove postupka, ili barem dio tih troškova.

U slučaju da prethodni postupak nije ni bio pokrenut (što znači da je stečaj predložio dužnik, ili ga je predložio vjerovnik a dužnik je priznao da je insolventan i/ili prezadužen), sudac je odmah otvorio stečajni postupak. Ako se nakon otvaranja stečajnog postupka pokaže kako je imovina dužnika nedostatna za pokriće troškova postupka, sudac će obustaviti i zaključiti postupak[82]. U ovom slučaju stečaj se ne otvara i zaključuje u istom trenutku, ali je razdoblje od otvaranja do zaključivanja relativno kratko.

Što ako se troškovi stečajnog postupka mogu namiriti iz imovine dužnika, ali nakon toga ne preostane više ništa za vjerovnike? Iz imovine dužnika prvo se namiruju[83] sudski troškovi postupka, nagrade i izdaci stečajnom upravitelju i članovima odbora vjerovnika, itd. Ukoliko nakon namirenja sudskih troškova i troškova stečajnog upravitelja ne preostane ništa za ostale vjerovnike, stečajni će upravitelj podnijeti prijavu o nedostatnosti stečajne mase stečajnom sucu[84]. Stečajni sudac će nakon toga obustaviti i zaključiti postupak[85].

[81] čl. 63 st. 1 SZ

[82] čl. 203 st. 1 SZ

[83] Opširnije u odlomcima 2.4.4 - Redoslijed isplata, i 2.7.3 - Vjerovnici stečajne mase.

[84] čl. 204 st. 1 SZ

Posebna vrsta skraćenog stečajnog postupka provodi se po Zakonu o izmjenama i dopunama Stečajnog zakona iz 2000. godine[86]. Naime, tim zakonom utvrđena je obveza Zavoda za platni promet (danas FINA) da podnosi izvješća trgovačkim sudovima o svim pravnim osobama s čijih računa tijekom posljednja tri mjeseca nije izvršena nikakva isplata zbog toga što na tim računima nema sredstava, a te osobe nemaju osnivački kapital veći od 100.000 kuna[87]. Ukoliko nitko od odgovornih osoba iz ovih društava ne podnese popis imovine društva iz kojega bi bilo razvidno kako društvo ima dovoljno sredstava za pokriće troškova postupka, nad ovim društvima po službenoj se dužnosti provodi skraćeni stečajni postupak u kojem se stečaj otvara i odmah zaključuje.

Primjenom ove odredbe učinjena je velika čistka malih insolventnih neaktivnih trgovačkih društava koja niti imaju imovinu niti su solventna, a svejedno ne pokreću stečaj. Opravdano je pretpostavljeno kako su ova društva gospodarski mrtva (prema definiciji Eurostata[88]), te se tu smrt još samo treba i službeno proglasiti. Bilo bi logično da su sve odgovorne osobe iz ovih društava odgovarale za kazneno djelo nepokretanja stečaja, ali to nije učinjeno i ovi slučajevi nisu procesuirani.

Daleko najveći dio stečajnih postupaka u Hrvatskoj upravo su ovi skraćeni stečajni postupci po službenoj dužnosti, te je tijekom proteklih šest godina (2001. do 2007.) u Hrvatskoj primljeno 38.319 ovakvih predmeta, od čega je riješeno 37.317[89]. Samo 2001. godine Zavod za platni promet prijavio je 21.265 društava koja nemaju osnivački kapital veći od 100.000 kuna, a koja u tri mjeseca nisu mogla podmiriti svoje obveze. Od tih 21.265 nad njih 6.594 je iste godine (2001.) proveden skraćeni stečajni postupak.

2.4.3. Stečaj male vrijednosti

Ukoliko je imovina dužnika manja od 2 milijuna kuna, ili je veća od tog iznosa ali se većinom sastoji lako unovčivih pokretnina, sudac može odrediti da se stečaj provede „po

[85] čl. 207 st. 1 SZ

[86] NN 129/00

[87] čl. 70. Zakona o izmjenama i dopunama Stečajnog zakona (NN 129/00)

[88] Poduzeće je aktivno i ubraja se u živa poduzeća ako u kalendarskoj godini ima zaposlenih i ostvaruje prihod. Internet: http://europa.eu.int/estatref/info/sdds/en/strind/ecoref_bd_sm.htm, učitano na dan 19.02.2008.

[89] Marković, Nevenka: **Položaj radnika u stečajnom postupku**, Ovrha i stečaj – aktualnosti zakonodavstva i sudske prakse, Inženjerski biro, Zagreb, 2007., str. 160-161

pravilima stečaja male vrijednosti“[90], no ova pravila nigdje nisu propisana. Navodi se samo kako u slučaju male vrijednosti ne vrijede odredbe koje se odnose na odbor vjerovnika, te kako je pristojba za otvaranje stečaja dvostruko manja (5.000 umjesto 10.000 kuna).

Moglo bi se pretpostaviti kako je procedura u slučajevima stečaja male vrijednosti pojednostavljena, ali se nigdje ne određuje kako i u kojem opsegu. Proizlazi da se stečaj male vrijednosti praktično provodi jednako kao i stečaj velike vrijednosti, samo je pristojba za otvaranje stečaja niža, te nema odbora vjerovnika (koji ionako ne mora biti osnovan niti u običnom stečajnom postupku).

2.4.4. Osobna uprava

'Osobna uprava' je specifičan stečajni postupak stoga što se dužniku dopušta da sam upravlja i raspolaže stečajnom masom pod nadzorom stečajnoga povjerenika[91]. To je oblik provedbe stečaja i stoga podliježe Stečajnom zakonu i stečajnom pravu općenito[92].

U ovom stečajnom postupku ne imenuje se stečajni upravitelj koji preuzima sve funkcije, prava, ovlasti i obveze uprave (i ostalih tijela) dužnika, već 'stara' uprava nastavlja voditi tvrtku ali pod nadzorom stečajnog povjerenika.

Kada je moguće u stečaju uspostaviti osobnu upravu? Sudac će ju odrediti kada se kumulativno ispune slijedeće tri pretpostavke[93]:

a) ako dužnik predloži osobnu upravu,
b) ako se s time suglasi vjerovnik koji je predložio otvaranje stečajnoga postupka, te
c) ako određivanje osobne uprave neće dovesti do odugovlačenja postupka ili do oštećenja prava i interesa vjerovnika[94].

[90] čl. 300 st. 1 SZ

[91] čl. 266 st. 1 SZ

[92] Za razliku od mišljenja pojedinih stručnjaka koji osobnu upravu ne smatraju dijelom stečaja.

[93] čl. 266 st. 2 SZ

Prvu pretpostavku lako je ispuniti, dok je za ispunjenje druge i treće pretpostavke potrebno mnogo više – dužnik mora imati kredibilitet i uživati povjerenje i vjerovnika i suda. Ukoliko je dužnik sam predložio stečaj druga je pretpostavka isključena.

Preostaje razmatranje može li se dužniku vjerovati da neće iznevjeriti svoje vjerovnike i/ili odugovlačiti s postupkom. Ovu je pretpostavku iznimno teško ispuniti, jer kako iznova vjerovati dužniku koji prethodno već nije ispunjavao vlastite obveze na vrijeme? Naime, dužnik se već doveo u stanje insolventnosti ili prezaduženosti te se stoga otvara stečajni postupak. Ne postoji mogućnost da se stečaj uopće ne otvori, već se razmatra hoće li se provesti „klasičan" stečajni postupak, ili će se dopustiti osobna uprava. Dužnik je svojom insolventnošću (ili prezaduženošću) već oštetio prava i interese vjerovnika, te je teško povjerovati da to neće opet učiniti. Stoga je opcija osobne uprave teško izvediva u praksi.

Pogrešno je pomisliti da se osobnom upravom malo toga u poslovanju dužnika mijenja jer osobe u tijelima dužnika (uprava, nadzorni odbor, itd.) zadržavaju svoje pozicije. Osobna uprava je stečajni postupak, dužnik se nalazi „u stečaju", i vjerovnici prijavljuju tražbine povjereniku. Dužnik smije preuzimati samo one obveze koje spadaju u redovno poslovanje, a za sve ostalo potrebna mu je suglasnost povjerenika. Također, povjerenik može (ako to želi) preuzeti upravljanje blagajnom, te zahtijevati da preuzima sav naplaćeni novac i da sva plaćanja obavlja samo on[95]. Ukoliko tako odluči te preuzme blagajnu, malo toga efektivno

[94] Interes za osobnom upravom mogu imati razlučni vjerovnici, jer im unovčenje imovine na kojoj imaju razlučno pravo nosi manje troškove pri osobnoj upravi nego u običnom stečajnom postupku. U običnom stečajnom postupku nakon unovčenja imovine izdvaja se 10% iz utrška, i to 5% za troškove utvrđivanja tražbine i 5% na ime troškova unovčenja predmeta (čl. 170 SZ). Vjerovnicima se raspodjeljuje 90% utrška nakon prodaje, pa tako i razlučnim vjerovnicima. S druge strane, pri osobnoj upravi dužnik sam (a ne stečajni povjerenik) prodaje imovinu na kojoj postoji razlučno pravo. Nakon prodaje ne izdvaja se 5% na ime troškova utvrđivanja tražbine, a trošak unovčenja predmeta nije paušalan u iznosu od 5% nego se obračunava stvarno nastali trošak (čl. 278. st. 1 SZ).

Stoga, ukoliko razlučni vjerovnici imaju povjerenja u dužnikovu upravu te vjeruju da uprava neće odugovlačiti postupak niti naštetiti njihovim interesima, pod osobnom upravom mogu snositi bitno manje troškove nego u klasičnom stečajnom postupku. Ukoliko je razina njihova povjerenja ipak nešto niža, mogu dopustiti osobnu upravu ali pod uvjetom da povjerenik preuzme kontrolu nad blagajnom (tj. nad svim plaćanjima). Ovo uvjetovanje Stečajnim zakonom nije ni dopušteno ni zabranjeno, ali budući se stečajnim postupkom štite interesi vjerovnika nije isključeno da se osobna uprava izvede i na ovaj način (osobito imajući u vidu čl. 267. kojom se osobna uprava može izvršiti i na inicijativu vjerovnika).

[95] čl. 271 st. 2 SZ

preostaje dužniku za upravljanje jer se ono najvažnije za upravljanje poduzećem (novac) nalazi u rukama povjerenika. Osim toga, sudac može odrediti i druge poslove (bilo koje, koje smatra potrebitim) za koje će dužnik morati tražiti suglasnost povjerenika[96].

Koje su razlike u funkciji stečajnog upravitelja i stečajnog povjerenika? Prije svega, stečajni je upravitelj operativno tijelo koje donosi i provodi odluke u okviru svojih ovlasti. Stečajni povjerenik najčešće niti donosi niti provodi ove odluke, već nadzire rad dužnika. No, premda nije preuzeo upravu nad dužnikom povjerenik svejedno zadržava sve ovlasti stečajnog upravitelja[97], te ukoliko se osobna uprava obustavi on će (najvjerojatnije, ali ne nužno[98]) zauzeti mjesto stečajnog upravitelja.

Osobna uprava može se provoditi u kombinaciji sa restrukturiranjem (stečajnim planom), a izradu plana restrukturiranja vjerovnici mogu naložiti ili povjereniku ili dužniku[99].

2.4.5. Restrukturiranje u stečaju – stečajni plan

U hrvatskom je Stečajnom zakonu od 2006. izbačen termin 'preustroj', te je uvedena sintagma 'stečajni plan'. U ovom se radu koristi izraz restrukturiranje, odnosno reorganizacija, a razlozi su pojašnjeni u 2.1.3.

Termini 'stečaj' i 'zatvaranje poduzeća' (zatvaranje u smislu prestanka rada, rasprodaje imovine i nestanka radnih mjesta) nisu pojmovi istog značenja. U hrvatskom ekonomsko-pravnom okruženju u kolokvijalnom se govoru podrazumijeva kako otvaranje stečaja poduzeća predstavlja "konačno rješenje" za poduzeće u poteškoćama kojemu nema spasa. Ovo je posljedica realnosti prakse i iskustva u Hrvatskoj, gdje okončanje stečajnog postupka znači i kraj agonije poduzeća u poslovnim poteškoćama, epilog tjeskobnog razdoblja kojim nastupa *smrt* pravne osobe.

[96] čl. 273 st. 1 SZ

[97] čl. 270 st. 1 SZ

[98] čl. 268 st. 3 SZ

[99] čl. 280 SZ

Ipak, hrvatski Stečajni zakon poznaje ideju rehabilitacije poduzeća, i tumači stečaj ne samo kao nužnost izmirenja dugova, nego i kao novu priliku za dužnika. Ova se 'nova prilika' sastoji u mogućnosti restrukturiranja poduzeća i nastavka poslovanja i nakon stečaja.

Restrukturiranje u stečaju proces je sveobuhvatne revizije i sanacije poslovanja stečajnog dužnika, a rezultira opstankom trgovačkog društva u manje ili više izmijenjenoj formi. Kao takav čini alternativu klasičnom likvidacijskom stečajnom postupku, koji nakon rasprodaje imovine dužnika rezultira zatvaranjem i prestankom postojanja (smrću) trgovačkog društva.

Restrukturiranje je iznimno kompleksan ekonomsko-pravni proces, od donošenja vrlo odluke o tome može li se i kako će se uopće provesti, do ponovnog osmišljavanja novog koncepta poslovanja s kojim bi dužnik trebao postati uspješan, te valja voditi računa o brojnim aspektima koje uređuju i propisuju razni zakoni (Stečajni, Ovršni, Zakon o radu, Zakon o trgovačkim društvima, Zakon o obveznim odnosima, itd.). Barbić ističe kako je restrukturiranje u stečaju „vjerojatno najsloženiji pravni zahvat uopće.“[100]

Ekonomski promatrano, restrukturiranje u stečaju ima daleko učinkovitiji ishod od likvidacije, jer poduzeće (i društvo u cjelini) opstaju nakon restrukturiranja, nastavlja se s djelatnošću bez tereta insolventnosti ili prezaduženosti, zadržavaju se radna mjesta, sačuvana je vrijednost imovine (jer se u stečaju imovina dužnika redovito rasprodaje ispod realne cijene), poslovanjem se stvara prihod za radnike i njihove obitelji, a plaćanjem poreza i drugih davanja omogućuje se funkcioniranje lokalne zajednice i države u cjelini. Dika također uočava kako „reorganizacija ima stanoviti funkcionalni prioritet pred stečajem“[101]. Stoga valja promovirati ovaj postupak i učiniti ga jasnijim, primjenjivijim, i jednostavnijim.

Moguće je restrukturirati tvrtku i izvan stečaja, ali je ovaj proces potpuno drugačiji po svojim karakteristikama jer nije podložan Stečajnom zakonu, niti je njime propisan, i što je najvažnije – u restrukturiranju izvan stečaja glavnu riječ vodi uprava društva zajedno s vlasnicima društva, te oni odlučuju o svim aspektima provedbe restrukturiranja.

Kod restrukturiranja u stečaju u prvom su planu vjerovnici koji samostalno odlučuju o tome hoće li se (i kako će se) restrukturiranje provesti, a uprava je smijenjena i njeno je

[100] Barbić, Jakša: **Preustroj dužnika u stečaju**, Zbornik radova sa godišnjeg savjetovanja 'Aktualna pitanja hrvatskog gospodarstva i pravne prakse' u Opatiji 1996, Inženjerski biro, Zagreb, 1996., str. 13

[101] Dika, M. : **Insolvencijsko pravo**, Pravni fakultet u Zagrebu, Zagreb, 1998., str. 6

mjesto zauzeo stečajni upravitelj. Pored toga vlasnici tvrtke otvaranjem stečaja postali su praktično vjerovnici, jer imovina dužnika od trenutka otvaranja stečaja pripada njima, a ne prijašnjim vlasnicima ili dioničarima. Dakle, nad restrukturiranjem izvan stečaja tijela dužnika (uprava, nadzorni odbor) imaju potpunu kontrolu i slobodu biranja načina izvedbe restrukturiranja, dok u stečaju navedena tijela imaju minimalna prava i ne mogu upravljati stečajnim postupkom, pa ni restrukturiranjem. Naravno, postoji iznimka, a to je ukoliko se restrukturiranje u stečaju provodi pod osobnom upravom.

Opširnije o restrukturiranju u stečaju u poglavlju 4.

2.4.6. Međunarodni stečaj

Ekonomsko-poslovne aktivnosti ne poznaju državne granice. Trgovačka društva otvaraju podružnice u zemlji i inozemstvu, kupuju udjele u vlasništvu inozemnih tvrtki ili njima prodaju vlastite, imaju imovinu u različitim državama, i na razne druge načine ostvaruju ekonomsko-pravne veze s inozemstvom. Također, trgovačka društva koja su sposobna poslovati na međunarodnoj razini uglavnom su velika, kompleksna, imaju razgrananu organizacijsku i imovinsku strukturu, te su slijedom toga i stečajevi ovakvih društava vrlo složeni. Međunarodna poslovna aktivnost ima osobit značaj za stečajno pravo i praksu jer stečajni zakoni imaju bitno različite forme od države do države. Ne samo da su različiti elementi stečajnih postupaka, već su različiti i temeljni koncepti na kojima se gradi stečajno pravo[102].

[102] Primjerice, kada je 1302. godine Ammanati banka u Italiji postala insolventna, i kada se njena podružnica u Rimu zatvorila, nastala je panika među vjerovnicima. Glavni dužnici nalazili su se u Španjolskoj, Engleskoj, Portugalu, Njemačkoj i Francuskoj, a vjerovnici su u očaju tražili intervenciju i pomoć pape Bonifacija VIII. Budući da je dobar dio oštećenih činilo svećenstvo Papa je reagirao te je zabranio vlasnicima banke raspolaganje imovinom. Stranim je dužnicima obećao sigurnost ukoliko dođu u Rim, a svećenicima diljem tadašnje Europe poslane su detaljne upute što činiti s dužnicima koji odbijaju podmiriti svoje dugove. Obični stečajni upravitelj zasigurno ne bi uspio namiriti vjerovnike, no Papa je to mogao (barem djelomično) jer je njegova moć prelazila tadašnje državne granice. Jasno, danas nakon sekularizacije i suverenosti država i njihovih institucija nema individue koja bi imala moć i ovlasti „utjerivati“ dugove po Europi ili svijetu.
Iz: Nadelmann, Kurt Hans: **Conflicts of Law: Selected Essays**, Martinus Nijhoff Publishers, 1972. Pregled dostupan na *Google Books*: http://books.google.hr/books?id=HlXh8WnrLigC (Pristupljeno 01.07.2008.)

U slučaju međunarodnog poslovanja stečajna procedura postaje izrazito kompleksna upravo zbog različitosti prava i pravne tradicije. Stoga postoji potreba za jakom institucijom koja bi mogla harmonizirati temeljna pravila međunarodnih stečajeva upravo zbog kompleksnosti pojedinačnih situacija i lokalnih zakona. Tu su ulogu donekle preuzeli Ujedinjeni narodi, točnije UNCITRAL – Komisija Ujedinjenih naroda za međunarodno trgovačko pravo, koji izdaju opći model stečajnog zakona koji bi se trebao primjenjivati među državama članicama, te u Europi tijela Europske unije.

Jedan od najvažnijih elemenata UNCITRAL-ovog modela zakona je tzv. *COMI*[103]. Kada se društvo koje posluje u međunarodnom okruženju (ne samo na području jedne zemlje) nađe u poteškoćama postoji problem gdje će se stečaj otvoriti i provesti. Usklađivanjem međunarodnog stečajnog prava riješeno je da se stečaj provodi u državi u kojoj je središte poslovnog djelovanja društva.

Podrazumijeva se da je središte poslovnog djelovanja društva u zemlji u kojoj je društvo upisano u javne knjige (registre) i gdje ima sjedište. No, to ne mora uvijek biti tako, jer se društvo može registrirati (i imati sjedište) u jednoj zemlji, a većinu poslovne djelatnosti obavljati u drugoj. Hrvatska primjenjuje ovaj koncept, te će se u Hrvatskoj provesti stečaj (i to po hrvatskom Stečajnom zakonu) čak i nad onim trgovačkim društvom koje nema sjedište upisano u Hrvatskoj, ako se dokaže da je njegovo središte poslovnog djelovanja upravo u Hrvatskoj[104]. Princip *COMI* ugrađen je i u Europsku konvenciju o međunarodnim stečajnim postupcima, no to ne znači da ga sve države primjenjuju – svaka država ima svoje pravno naslijeđe i bira kojim principima će se rukovoditi.

Pitanja nadležnosti, izlučnih i razlučnih prava, suradnje stečajnih upravitelja u zemlji i inozemstvu, priznanja stranog stečajnog postupka, te brojna druga pitanja međunarodnog stečaja rješava glava X. hrvatskog Stečajnog zakona (čl. 301 – 335).

Cilj ovog rada nije analiza međunarodnih stečajeva, te se oni ovdje neće osobito ispitivati. Opširnije informacije o međunarodnom stečaju i elementima UNCITRAL-ovog modela stečajnog zakona mogu se naći kod npr. Bufford et al. (2001.)[105].

---

[103] eng. *COMI – Center Of Main Interest*

[104] čl. 301 st. 1 SZ

[105] Bufford, Samuel; DeCarl Adler, Louise; Brooks, Sidney; Krieger, Marcia; **International Insolvency**, Federal Judicial Center, 2001. http://www.fjc.gov/public/pdf.nsf/lookup/intlinso.pdf/$file/intlinso.pdf (Pristupljeno 01.07.2008)

2.5. Nedostaci i moguća unaprjeđenja Stečajnog zakona

Kroz više izmjena i dopuna Stečajnog zakona on se značajno mijenjao i u mnogočemu unaprijedio. Nažalost, neke su izmjene (npr. one iz 2003.) radile korak unazad, te se valjalo vraćati na stara rješenja ili tražiti bolja.

Kako Stečajni zakon uređuje sve bitne aspekte stečajne procedure i kako predstavlja provedbeni okvir, valja ga dorađivati i unaprjeđivati, osobito one dijelove koji se čine nelogičnima, neprimjenjivima, nerazumljivima, i sl. U tom smislu, iznose se pojedina problematična mjesta u Stečajnom zakonu, kao i prijedlozi njihovog rješenja.

2.5.1. O reformama stečajnog prava

Od 2003. do danas oko 40 zemalja u svijetu reformiralo je svoj stečajni zakon. Razvijene zemlje svijeta imaju u prosjeku 5 godina star stečajni zakon; kod siromašnih država on je u prosjeku star 40 godina. Ove reforme različite su koliko su različite i zemlje koje ih primjenjuju, no postoji osam ključnih tipova reformi koje su se pokazale najefektivnijima.

Od ovih reformi pojedine su već provedene, ili se još provode i u Hrvatskoj, a neke se trebaju dodatno istaknuti. Ove reforme su[106]:

1. smanjenje ovisnosti o sudovima,
2. uspostavljanje specijaliziranih sudova,
3. transfer ovlasti na vjerovnike,
4. ograničenje žalbi,
5. uvođenje vremenskih ograničenja,
6. korištenje Interneta u stečajnom postupku,
7. razvijanje profesije stečajnog upravitelja, i
8. uvođenje „lebdećeg“ osiguranja.

[106] Grupa autora: **Doing business in 2008: Comparing Regulation in 178 Economies**, A copublication of the World Bank, the International Finance Corporation, and Oxford University Press, World Bank, Washington, 2008., str. 56-58

U mnogim zemljama, pa tako i u Hrvatskoj, unaprjeđenje stečajnog postupka znači unaprjeđenje sudova. Stečaj ili restrukturiranje u stečaju najčešće ovisi o sudu. U mnogim državama sa efikasnim stečajnim sustavom (Australija, Hong Kong, Singapur, Velika Britanija) sud igra vrlo ograničenu ulogu.

Također, uvođenje mirenja kao obveznog pred-procesa u mnogim je državama sa neefikasnim pravosuđem riješilo značajan broj slučajeva. U Argentini se nakon uvođenja obveznog pokušaja izvansudskog mirenja samo jedna trećina predmeta vraća na sud kao neriješeni[107], a proces medijacije traje u prosjeku tri mjeseca, što je neusporedivo s tamošnjim prosječnim trajanjem trgovačkih sporova (3 do 4 godine). U Hrvatskoj su započeti hvalevrijedni projekti uvođenja medijacije i na njima treba insistirati i u njih dodatno ulagati kako bi se sudovi rasteretili, a sudionici smanjili ovisnost o sudovima kao ključnim subjektima koji jedini mogu i smiju razrješavati sporove.

Specijalizacija povećava efikasnost, pa su pojedine države kod kojih prethodno nisu postojali specijalizirani trgovački sudovi uvele trgovačko ili čak zasebno stečajno pravosuđe (npr. Gruzija, Moldavija, Tajland, Uganda), a neke su uvele posebne stečajne odjele unutar postojećeg trgovačkog pravosuđa (npr. Bosna i Hercegovina, Gana). Kako u Hrvatskoj zasebno i specijalizirano trgovačko pravosuđe već postoji, ovo je samo dodatni argument za njegov opstanak u aktualnom trenutku kada se pojedini pravni stručnjaci zalažu za ukidanje trgovačkog pravosuđa u Hrvatskoj.

Osnaživanje ovlasti vjerovnika provedeno je u mnogim državama svijeta (npr. Francuska, Makedonija, Poljska, Rumunjska, SAD, Slovačka, Srbija) stoga jer se time značajno povećava njihovo povjerenje u stečajni proces. Pod osnaživanjem ovlasti prvenstveno se misli na aktivnu ulogu vjerovnika u izboru novog i smjeni postojećeg stečajnog upravitelja, jer postoji pozitivna korelacija između vjerojatnosti opstanka dužnika nakon stečaja, i mogućnosti participacije vjerovnika u imenovanju i razrješenju stečajnog upravitelja. U Hrvatskoj bi također trebalo reformirati sustav imenovanja stečajnih upravitelja, te uvesti model nasumičnog izbora, ili model izbora upravitelja od strane vjerovnika. Time bi vjerovnici imali veće povjerenje u sustav i bolje bi mogli realizirati svoje interese.

Žalbe se često koriste kao način odugovlačenja procesa, te često sasvim nepotrebno i neutemeljeno opterećuju više sudske instance. U Hrvatskoj su se donedavno brojni predmeti

[107] Grupa autora: **Doing business in 2004: Understanding Regulation**, A copublication of the World Bank, the International Finance Corporation, and Oxford University Press, World Bank, Washington, 2004., str. 52

„rješavali“ na način da se pošalje sasvim nerealna i neutemeljena žalba na viši sud, gdje će taj predmet zbog preopterećenosti (i neefikasnosti) suda jednostavno zastarjeti. Nakon toga kritizira se sporost sudova, a namjerno se previđa činjenica kako su isti ti sudovi često namjerno preopterećeni i zatrpani predmetima upravo s ciljem kako bi se onemogućilo njihovo normalno funkcioniranje te na taj način postigla zastara. No, produljenjem rokova zastare učinjen je korak naprijed, a ograničavanjem mogućnosti žalbe također bi se mogla spriječiti otezanja procesa, te ubrzati provođenje stečajnog postupka.

Pojedini stečajni sustavi uopće nisu imali vremenska ograničenja za određene procesne radnje, ili su postojeća vremenska ograničenja dodatno skratili (npr. u Makedoniji, Portugalu, Slovačkoj, Srbiji, Španjolskoj). S druge strane, u Hrvatskoj je administrativno odsječen vremenski limit sveukupnog trajanja procesa, bez vođenja računa o strukturnim preprekama koje onemogućavaju ispunjenje impostiranog ograničenja.

Korištenje Interneta u stečajnom postupku korak je koji značajno može utjecati na potražnju za imovinom koja se prodaje u stečaju, te se sukladno tome može postići i viša cijena. Također, objava bitnih dokumenata na Internetu bitno povećava transparentnost stečajnog postupka. Promatrajući domaću situaciju, u Hrvatskoj se još uvijek iznimno važni dokumenti postavljaju pribadačom na zid suda, odnosno na oglasnu ploču, i time se smatraju objavljenima.

Profesionalizam stečajnih upravitelja ključan je faktor jer su upravitelji najvažnije operativno tijelo koje praktično provodi stečajni postupak. U Srbiji je 2006. uvedena specijalizirana agencija koja obučava i nadgleda stečajne upravitelje, implementira profesionalne i etičke standarde, provodi ispite i izdaje licence.[108] Hrvatska bi trebala slijediti ovaj primjer, i napokon početi investirati u stručnost stečajnih upravitelja. Također, valja ograničiti mogućnost stjecanja naslova stečajnog upravitelja samo na osobe koje imaju visokoškolsko obrazovanje iz područja ekonomije ili prava – jednim položenim stručnim ispitom ne mogu se steći sva potrebna znanja za kvalitetno vođenje stečajnih postupaka.

[108] Yap, Justin; **Faster, More Orderly Exit**, Celebrating Reform 2007: Doing Business Case Studies, Washington, World Bank and U.S. Agency for International Development. 2007., str. 87

Reforma stečajnog sustava ne znači samo reformu stečajnog zakona. Mnoge su zemlje u proteklih nekoliko godina uvele model „lebdećeg" osiguranja (eng. *floating charge*)[109]. U državama u kojima postoji mogućnost „lebdećeg" osiguranja znatno je veća stopa namirenja potraživanja u stečaju: 51,3% potraživanja u stečaju bude namireno u državama gdje postoji „lebdeće" osiguranje, prema 38,7% u državama gdje ono ne postoji[110]. Također, ondje gdje postoji „lebdeće" osiguranje znatno je veća mogućnost opstanka stečajnog dužnika: vjerojatnost spašavanja održivog društva u stečaju iznosi 53% kod zemalja kod kojih postoji mogućnost „lebdećeg" osiguranja, dok je ta vjerojatnost u zemljama gdje ono ne postoji znatno niža i iznosi 29% [111].

„Lebdeće" osiguranje interesantno je područje, no zbog ograničenog opsega ovog rada neće se detaljno obraditi. Eventualna implementacija „lebdećeg" osiguranja u Hrvatskoj svakako bi mogla biti predmetom nekog budućeg istraživanja.

[109] „Lebdeće" osiguranje je oblik osiguranja potraživanja (kolaterala) nastalog kod davanja zajma. Kod njega cijela imovina društva, pa i buduća – trenutno nepostojeća imovina (npr. budući novčani tijek) čini zalog, odnosno instrument osiguranja kredita. Ovdje trgovačko društvo kao cjelina može biti instrument osiguranja kredita. Osiguranje nije fiksno i nije vezano uz neku konkretnu imovinu, nego „lebdi" nad cijelim društvom te ukoliko dođe do potrebe može se „spustiti" i vezati uz neku specifičnu imovinu. Prednost „lebdećeg" osiguranja jest u tome što zajmoprimac svoju imovinu smije slobodno koristiti, pa i prodavati ukoliko se zajmodavac tome ne protivi. Nedostatak je jasan – vjerovnik pokriva kompletnu imovinu društva, a ne samo pojedinu nekretninu. U trenutku kada zajmoprimac prestane uredno servisirati svoj dug može doći do konverzije (ili tzv. kristalizacije), te se do tada „lebdeće" osiguranje veže uz određenu imovinu i postaje fiksno. Dug nikako nije moguće utjerati kroz „lebdeće" osiguranje dok se ono ne kristalizira. Tek ovom konverzijom (kristalizacijom) i vezanjem uz fiksnu imovinu moguće je namiriti potraživanje. Zajmodavac smije imenovati stečajnog upravitelja te u stečaju može preuzeti cjelokupno trgovačko društvo. Jasno, on ga tada može zadržati, restrukturirati, prodati kao cjelinu, ili likvidirati, a razumljivo je kako postoji veća mogućnost opstanka dužnikova poduzeća u situaciji kada vjerovnik preuzima cijelo društvo dužnika.

[110] Grupa autora: **Doing business in 2008: Comparing Regulation in 178 Economies**, A copublication of the World Bank, the International Finance Corporation, and Oxford University Press, World Bank, Washington, 2008., str. 58

[111] Grupa autora: **Doing business in 2008: Comparing Regulation in 178 Economies**, A copublication of the World Bank, the International Finance Corporation, and Oxford University Press, World Bank, Washington, 2008., str. 58

2.5.2. Nadzor nad stečajnim sucem i upraviteljem i imenovanje upravitelja

Izmjenama Stečajnog zakona 2003. godine iz stečajnog je postupka potpuno uklonjeno sudsko vijeće, s namjerom pojednostavljenja i ubrzanja stečajne procedure, te sve poslove stečajnog suda obavlja individualni stečajni sudac kao sudac pojedinac. Nije se vodilo računa o istraživanjima[112] koja pokazuju kako veće ovlasti suda neminovno znače i manju efikasnost stečajnog procesa, te manju vjerojatnost postizanja ekonomskih ciljeva stečajnog procesa. Dokazano je[113] kako države s većom razinom sudskih ovlasti u stečajnom postupku imaju i veću razinu korupcije, i to bez obzira na to jesu li razvijene ili nerazvijene, odnosno koliki im je BDP per capita.

Premda su pojedini pravni stručnjaci upozoravali[114] da će se uklanjanjem vijeća ostati bez sustava interne kontrole u radu suca i upravitelja te da će se time povećati rizik mogućih zloporaba, njihove primjedbe nisu uvažene. Povodom primjedbe na ukidanje vijeća zakonodavac je replicirao kako sumnje u integritet sudaca nisu ničim potkrijepljene, i kako suci mogu preuzeti ovlasti vijeća. Time se stvorio nepotreban rizik zloporabe koji se mogao izbjeći, jer se bez procesa kontrole vjerovnici i dužnik izlažu otvorenoj mogućnosti malverzacija u stečajnom postupku. Kreirao se rizični i nekontrolirani prostor, a kada se mogućnost zlouporabe službenog položaja konzumira za mnoge će vjerovnike biti kasno. Pri tome valja imati na umu kako bi se sustavom kontrole štitio ugled sudaca koji svoj posao obavljaju časno i stručno, a koji su u apsolutnoj većini.

Ukidanje sudskog vijeća za posljedicu ima veću moć pojedinca – individualnog suca koji pri trgovačkom sudu samostalno predstavlja sudsku vlast. Osim vijeća ukinuta je i mogućnost (2006. godine) da se stečajni upravitelj suprotstavlja sucu prigovorom, te upravitelj više ne može formalno utjecati na sučeve odluke[115]. Ovim su opet date još veće ovlasti sucu.

---

[112] npr. grupa autora: **Doing business in 2004: Understanding Regulation**, A copublication of the World Bank, the International Finance Corporation, and Oxford University Press, World Bank, Washington, 2004., str. 78

[113] Grupa autora: **Doing business in 2004: Understanding Regulation**, A copublication of the World Bank, the International Finance Corporation, and Oxford University Press, World Bank, Washington, 2004., str. 78

[114] vidjeti kod Dika, M.: **Novela Stečajnog zakona od 18.07.2003. – opći pregled**, u Treća novela stečajnog zakona, Narodne novine, Zagreb, 2003., str. 6.

[115] izbacivanjem st. 5 čl. 24 SZ

Budući da u stečajnom procesu sudac ima najveću moć (tj. najšire ovlasti[116]) od svih strana u postupku, logično slijedi kako snosi i najveću odgovornost za (ne)efikasan ishod pojedinog postupka. U provedbenom smislu najveću odgovornost ima stečajni upravitelj koji praktično provodi stečajni postupak, ali pod nadzorom suca, i uz suradnju sa sucem.

U Hrvatskoj stečajni sudac imenuje stečajnog upravitelja autonomno jer ne postoji nikakav sustav dodjele predmeta, već sudac prema vlastitom nahođenju odlučuje kome će dodijeliti određeni stečajni postupak, odnosno koga će „zaposliti". Posljedica toga je da su pojedini stečajni upravitelji imenovani u desetcima slučajeva, dok drugi godinama ne rade niti na jednom slučaju[117]. Proizlazi kako stečajni upravitelj mora biti u „dobrim odnosima" sa sucem, jer o sucu ovisi njegovo buduće imenovanje i ishod postojećih postupaka. Buduća i sadašnja imenovanja su izvor prihoda za stečajnog upravitelja, te je očito kako je glavni poslodavac stečajnom upravitelju upravo stečajni sudac.

Sudac upravitelju određuje visinu nagrade za rad prema propisu Vlade RH, ali obračun troškova odobrava samostalno. Dakle, moglo bi se reći da je on upraviteljev „poslodavac" u pravom smislu riječi, jer osim što ga zapošljava, određuje mu i visinu prihoda („plaće").

Interesantno je kako se rješenje o visini nagrade i naknade troškova dostavlja odboru vjerovnika i stavlja na oglasnu ploču, ali *bez naznake visine iznosa*[118]. Dakle, na ovom izvještaju nije naznačeno ono najbitnije – novčani iznos koji će upravitelju biti isplaćen. Doduše, dopušteno je doći na sud i u pisarnici izvršiti uvid u ovaj iznos, ali u zakonu ne stoji

[116] čl. 17 SZ

[117] Ovo je uočio i zakonodavac te je izmjenama Stečajnog zakona 2006. dao mogućnost stečajnom sucu da razriješi stečajnog upravitelja koji je imenovan u više od tri stečaja čija je vrijednost stečajne mase procijenjena na više od dva milijuna kuna . Ovime se nastojalo onemogućiti da jedan stečajni upravitelj paralelno vodi više „velikih" stečajnih postupaka, što se u nas nerijetko događa. No, rješenje je opet loše, jer je propisano kako sudac u prethodno navedenom slučaju *„može"* razriješiti stečajnog upravitelja. Može, što znači da i ne mora, i sve opet ovisi o individualnoj sudačkoj odluci.
Uz to, valja naglasiti kako stečajni upravitelj preuzima sva prava i obveze svih tijela dužnika. Dakle, u jednoj osobi zastupljena je kompletna bivša uprava stečajnog dužnika. Ovo je odista velik posao za jednog čovjeka, te on mora imati dobre menadžerske kompetencije, i širok spektar znanja. Dakle, prethodno navedenim izmjenama pokušalo se spriječiti da pojedini stečajni upravitelji usporedno vode više „velikih" stečajnih postupaka, odnosno više stečajeva nad velikim dužnicima, i to vrlo često pokraj vođenja svojeg odvjetničkog ureda (stečajni upravitelji su najčešće odvjetnici).

[118] čl. 29 st. 4 SZ

tko to smije učiniti, a u praksi to znači da individualni zaposlenik suda u pisarnici „slobodno tumači“ tko smije imati uvid u ovaj dokument.

Ukoliko sudac odobri radnju stečajnog upravitelja, stečajni upravitelj za tu radnju ne snosi odgovornost i ne odgovara za eventualnu štetu proizašlu iz te radnje[119]. Dakle, ako stečajni sudac odobri kakvu radnju stečajnog upravitelja koja nije u najboljem interesu vjerovnika, vjerovnicima nema pomoći i naknade štete. Ni stečajni sudac se ne može pozvati na odgovornost, već se mogu pokušati preispitati njegove odluke na višim instancama (Visoki trgovački sud, itd.), i to samo onda kada je to dopušteno. Primjerice, ne može se žaliti na ono što sudac odredi zaključkom, jer žalba protiv zaključka nije dopuštena.

Uz to, završni račun stečajnog upravitelja podložan je reviziji samo ako reviziju predloži sam upravitelj, inače nije[120]. Ako upravitelj ne želi revizora koji će pregledavati i analizirati njegov završni račun, neće ga ni imati.

Iz prethodnog se može zaključiti da stečajni sudac i stečajni upravitelj djelujući koordinirano u njihovom vlastitom interesu, zajedno imaju praktično neograničen opseg ovlasti u stečajnom postupku. Štoviše, ako djeluju zajedno u isključivo osobnom interesu, Stečajni zakon im omogućava da to i učine. Ovo jest kompromitirajuća pretpostavka, osobito za suce koji bi trebali biti moralna vertikala[121], ali je legitimna i smije se postaviti.

Pri razmatranju mogućih malverzacija u stečajnom postupku valja imati na umu kako Hrvatska ni po čemu nije osobito specifična. Knot i Vychodil (2006.)[122] navode kako češki stečajni zakon u praksi vrlo loše zaštićuje vjerovnike, i to zbog „(…) neefikasne primjene zakona u pravosuđu, koja proizlazi iz bitnog problema inkompetencije sudaca, te u određenoj mjeri, korupcije među češkim sucima. Naime, neuspješna primjena zakona omogućuje djelovanje grupama nalik mafiji, koje su specijalizirane u otuđenju imovine dužnika u stečaju na račun vjerovnika.“[123]

[119] čl. 28 st. 2 SZ

[120] čl. 154 st. 3 SZ

[121] Onaj koji dijeli pravdu morao bi i sam biti pravedan i moralno besprijekoran.

[122] Knot, Ondrej; Vychodil, Ondrej; **Czech Bankruptcy Procedures: Ex-post Efficiency View**, Working Papers IES 2006/03, Charles University Prague, Faculty of Social Sciences, Institute of Economic Studies, 2006. Internet: http://ideas.repec.org/p/fau/wpaper/wp2006_03.html (Pristupljeno 13.05.2008.)

[123] Knot, Ondrej; Vychodil, Ondrej; **Czech Bankruptcy Procedures: Ex-post Efficiency View**, Working Papers IES 2006/03, Charles University Prague, Faculty of Social Sciences, Institute of Economic Studies, 2006., str. 5-6. Internet: http://ideas.repec.org/p/fau/wpaper/wp2006_03.html (Pristupljeno 13.05.2008.)

U nedostatku vjerodostojnih informacija u ovom se radu neće raspravljati o korupciji u stečajnom pravosuđu. Može se samo nagađati o zlouporabama u stečajnom postupku, no bez detaljnijih podataka ova nagađanja ostaju samo nepouzdana domišljanja. Ovdje se samo želi upozoriti kako zakon omogućuje platformu za radnje koje nisu u skladu s ciljevima stečajnog postupka, odnosno kako stečajni sudac i stečajni upravitelj zajedno imaju prevelik opseg ovlasti da bi bili bez ikakve supervizije. U stečajnom se postupku presumira kako stečajni sudac i stečajni upravitelj djeluju u interesu vjerovnika. No, ukoliko se ta pretpostavka ukloni, navedenim osobama su razriješene ruke i Stečajni im zakon daje brojne mogućnosti za nemoralan, ali ne i protuzakonit rad. Upravitelj odgovara sucu, ali sudac ne odgovara vjerovnicima jer se pretpostavlja da je neutralan i objektivan. U praksi može biti i drukčije.

Također, valjalo bi ustanoviti krovnu strukovnu udrugu stečajnih upravitelja, stečajno-upraviteljsku komoru, koja bi provodila pripremu za polaganje stečajno-upraviteljskog ispita, upravljala procesom permanentne edukacije stečajnih upravitelja, zalagala se za njihove interese, vršila kontrolu nad njihovim radom, imala ovlast disciplinski djelovati i sankcionirati upravitelje koji ne djeluju u interesu vjerovnika i dužnika, te suspendirati one upravitelje protiv kojih se vode sudski postupci. Tako će se izbjeći situacija u kojoj se na listi upravitelja nalaze osobe koje su optužene za gospodarski kriminal, kao što je to trenutno slučaj.

Potrebno je definirati stečajne postupke velike vrijednosti, te reinstalirati stečajno vijeće i dati mu najveće ovlasti u takvim postupcima, ovlasti koje trenutno ima samo jedna osoba – stečajni sudac. U postupcima u kojima je imovina dužnika velike vrijednosti (npr. veća od 100 milijuna kuna) vijeće bi odlučivalo o svim bitnim elementima postupka, a na takve bi se predmete mogli imenovati samo upravitelji s određenim brojem godina iskustva na području stečajno-upraviteljskog rada, odnosno određenim brojem zaključenih predmeta.

Upravo stoga što su stečajni postupci koji se vode pred trgovačkim sudovima postupci relativno velike vrijednosti u kojima se odlučuje o visokim novčanim iznosima, te se ondje razrješava i uvijek aktualno pitanje radnih mjesta, potreban je sustav nadzora nad radom dviju najvažnijih instanci u stečajnom procesu – nad sucem i upraviteljem.

Konačno, potrebno je razviti sustav imenovanja stečajnih upravitelja, te se ne smije prepustiti sucu odlučivanje o imenovanju stečajnog upravitelja, već treba postojati određena razina automatizma. Potrebno je stvarati sigurno okruženje za provedbu stečajnog postupka, a već sama mogućnost da sudac imenuje „svog“ stečajnog upravitelja stvara nepotrebni rizik manipulacije stečajnim postupkom.

2.5.3. Sustav dostave dokumenata

Stečajni zakon propisuje da se u svakom sudu mora voditi očevidnik pismena (obavijesti, poziva, i sl.) i to računalom[124]. No, s druge strane, koristi se apsolutno arhaični i nefunkcionalni model dostave putem oglasne ploče. Naime, sve odluke, pozive, presude, obavijesti, i sl. koje su namijenjene širem krugu osoba dostavljaju se na oglasnu ploču suda.

Model dostave putem oglasne ploče nije posebnost Stečajnog zakona, već je široko rasprostranjen u hrvatskom pravosuđu. Ovo je imalo smisla u vrijeme kada nije bilo Interneta, ali danas je anakronizam svoje vrste. Ideja da se u današnje suvremeno doba tehnološke revolucije, brzog Interneta, i sveopćeg umreženja važni dokumenti pribadačom stavljaju na ploču je gotovo nevjerojatna. No, ovime se sudska dostava smatra izvršenom!

Doduše, javna priopćenja (iz čega proizlazi da zakon razlikuje 'dostavu širem krugu osoba'[125] od 'javnih priopćenja'[126], a ta razlika nije sasvim jasna) dužna su se objaviti i u Narodnim novinama, te od 2006. „(…) ako to dopuštaju uvjeti u sudu, i u elektronskom obliku“[127]. Postavlja se pitanje, ako se očevidnik mora voditi računalom, a iz prakse je poznato da se računalom i vodi, te ako svaki trgovački sud u Hrvatskoj ima vezu sa svijetom putem Interneta (a ima), tko i kako određuje koji su to uvjeti koji dopuštaju javnu objavu na Internetu?

Nadalje, čak i kada Stečajni zakon zahtijeva posebnu dostavu, objava na ploči i u Narodnim novinama smatra se valjanom i obavljenom[128]. Drugim riječima, ukoliko netko želi opstruirati i/ili isključiti određenu stranku iz postupka, može to izvršiti na način da joj se svi dokumenti sa suda dostavljaju na ploču u sudu, čime se zakon ne krši već dosljedno obdržava, i čime je pravna procedura zadovoljena.

Postoje slučajevi u kojima su se vjerovnici žalili kako nisu znali da je stečaj nad nekim poduzećem otvoren, ali je Visoki trgovački sud RH još jednom potvrdio kako sud „ne dostavlja vjerovnicima niti rješenje o otvaranju stečajnog postupka, a niti poziv za skupštinu

[124] čl. 8 st. 5 SZ

[125] čl. 8 SZ

[126] čl. 9 SZ

[127] čl. 9 st. 1 SZ

[128] čl. 9 st. 3 SZ

vjerovnika, već se vjerovnici o tome obavješćuju isticanjem na oglasnu ploču suda i objavom u Narodnim novinama.“[129]

No, s druge strane, Stečajni zakon kontrira sam sebi jer u članku 92. dopušta i tolerira dužnikovim poslovnim partnerima neznanje o otvorenom stečaju nad dužnikom. Naime, ondje se dopušta da osoba ispuni svoju obvezu i izravno prema dužniku, a ne prema njegovom stečajnom upravitelju, ako dokaže da nije znala da je stečajni postupak otvoren. Kako se može ne znati da je stečaj otvoren ako se smatra da je objavom na oglasnoj ploči i u Narodnim novinama obaviještena sva javnost? S jedne strane se propisuje kako su objavom na ploči i u Narodnim novinama obaviješteni svi, i Visoki trgovački sud presuđuje kako se nakon toga ne može ne znati da je stečaj otvoren, a s se druge strane traži da unatoč tome stranka dokazuje kako nije znala da je dužnik u stečaju. Ovaj dokaz je potpuno neizvediv, a zakonska odredba promašena.

Navedeni se problemi vrlo lako mogu riješiti, i to na način da se već postojeći Internet servis „E-oglasna ploča“[130] definira kao obvezatno i službeno mjesto objave svih dokumenata koji su namijenjeni javnosti. Pohvalno je što je ovaj Internet servis pokrenut, ali on ne vrši svoju funkciju jer nije obvezan, te od 13 trgovačkih sudova u prosincu 2007. samo su dva suda (Osijek i Slav. Brod)[131] objavljivala oglase na ovom servisu. Ondje bi svakako trebalo integrirati i *RSS* i *Newsletter* module koji bi omogućavali korisniku obavješćivanje o novostima, bez potrebe da korisnik svakodnevno posjećuje navedeni servis.

Da je informatizacija stečajnog postupka itekako moguća pokazuje i očevidnik nekretnina i pokretnina koje se prodaju u ovršnom i stečajnom postupku, a koji je moguće pretraživati i na Internetu[132]. Naime, stečajni je upravitelj dužan dostaviti podatke Hrvatskoj gospodarskoj komori, koja vodi ovaj očevidnik, o svim nekretninama koje se prodaju u stečajnom postupku, te svim pokretninama koje imaju vrijednost veću od 50 tisuća kuna.

[129] odluka VTSRH Pž-4044/01 od 05.09.2001.

[130] http://e-oglasna.pravosudje.hr

[131] Svima koji nisu s područja nadležnosti trgovačkih sudova u Osijeku i Slavonskom Brodu preostaje da redovno posjećuju nadležni trgovački sud i ondje traže zid na kojem visi oglasna ploča, te da se pretplate na Narodne novine.

[132] http://hgkreg.hgk.hr

2.5.4. Prava i obveze radnika

Radnici imaju relativno velika prava u stečajnom postupku (ne plaćaju pristojbe, nalaze u se u prvom višem isplatnom redu, ne moraju samostalno podnositi prijave već to upravitelj čini za njih, itd.). No, s druge strane, i radnici bi morali biti obvezani na potpuno i aktivno sudjelovanje u stečajnom postupku.

Naime, članovi uprave ili nadzornog odbora, kao i ostale osobe koje imaju ovlasti za zastupanje dužnika, dužni su surađivati sa sucem, upraviteljem i odborom vjerovnika, i moraju im davati sve potrebne informacije u stečajnom postupku[133]. U protivnom mogu završiti u zatvoru do 5 mjeseci, te platiti kaznu do 50.000,00 kuna[134]. Ovo se odnosi i na sve bivše članove uprave i nadzornog odbora u proteklih dvije godine prije otvaranja stečajnog postupka.

No, ako radnici i bivši radnici (koji su radili kod dužnika u protekle dvije godine od otvaranja stečajnog postupka) ne surađuju, oni nisu podložni sankcijama[135]. Stoga ih se ne može prisiliti na suradnju ako to ne žele. Za primjer se mogu istaknuti radnici u odjelu računovodstva, koji zasigurno imaju vrijedne informacije o poslovanju dužnika. No ako ih ne žele podijeliti neće snositi nikakve posljedice. Podrazumijeva se da će oni dragovoljno sudjelovati i da tu neće biti poteškoća, ali to u praksi ne mora uvijek biti tako.

Ovakvo zakonsko rješenje nije dobro, te ako se radnicima daju određena relativno visoka prava u stečajnom postupku oni zauzvrat moraju imati i određene obveze i recipročno biti odgovorni.

2.6. Distinkcija poštenih i nepoštenih stečajeva

Kazna za proglašenje stečaja u starom Rimu bila je ili ropstvo ili rasijecanje na komade – izbor je bio vjerovnikov. U srednjem vijeku ponešto se ublažio odnos prema stečajnim dužnicima. U sjevernoj Italiji dužnik je morao pred zabavljenom gomilom golom stražnjicom tri puta udariti u stijenu, te zavikati 'Proglašavam stečaj!'. U francuskim

[133] čl. 109 st. 1 sukladno sa čl. 106 st. 1 SZ

[134] čl. 107 SZ

[135] čl. 109 st. 2 SZ

srednjovjekovnim gradovima dužnici su bili obilježeni – morali su neprestano nositi zelenu kapu, i svatko ih je smio kamenovati[136].

Općenito se u srednjovjekovnoj Europi s trgovcem koji nije vraćao dugove prilično okrutno postupalo: došli bi dužnikovi vjerovnici i razbili bi mu klupu[137], često o glavu. Slomljena klupa je i simbolično i praktično označavala nemogućnost nastavka obavljanja posla. Engleski stečajni zakon iz 1624. (prvi moderni stečajni zakon je upravo engleski stečajni zakon, i to iz 1732.) je za trgovca u stečaju propisivao raspon kazni od dvosatnog stajanja na stupu srama, odsijecanja jednog uha, do smrtne kazne za ekstremne slučajeve. Objašnjenje propisa (iz iste godine) glasilo je: "Poslovanje i trgovanje stečajnika crv je koji izjeda srce cjelokupne trgovine i robne razmjene."[138]

Iz navedenih primjera može se uočiti kako se u povijesti općenito smatralo da su svi stečajevi nepošteni. No, promatrajući iz sadašnje perspektive prije je puno jednostavnije bilo obavljati gospodarsku djelatnost. Posao se najčešće svodio na mali privatni obrt, a od vremena industrijske revolucije mnogo toga se promijenilo. Danas se potpuno opravdano može smatrati kako se stečajevi mogu dijeliti na poštene i nepoštene, a ova podjela je izuzetno bitna jer determinira i stav prema stečajnom dužniku.

Podjela stečajnih dužnika na poštene i nepoštene nije produkt suvremenog doba. Već 1764. god. Cesare Beccaria uočava kako valja napraviti jasnu podjelu na poštene i nepoštene stečajne dužnike, te navodi kako je potpuno izlišno poštene stečajne dužnike dodatno kažnjavati:

„Ali onaj koji je u dobroj vjeri pao pod stečaj, dakle onaj koji je nakon stroge istrage dokazao pred svojim sucima da je lišen imovine zbog nepoštenja drugih ili zbog njihovih nesreća ili zbog slučajeva kojima se nikakvom mudrošću ne može izbjeći – kojom barbarskom zakonu za ljubav da se takav čovjek baci u zatvor i bude lišen jedinog dobra koje jadniku još preostaje, gole slobode. Zašto on mora trpjeti one iste patnje kao i običan

[136] Primjeri iz Grupa autora: **Doing business in 2004: Understanding Regulation**, A copublication of the World Bank, the International Finance Corporation, and Oxford University Press, World Bank, Washington, 2004., str. 71.

[137] njem. štand, tur. tezga = mjesto na tržištu određeno za jednog prodavača.

[138] Graham, David*; A Dark and Neglected Subject: Landmarks in the Reform of English Insolvency Law*, International Insolvency Review, Vol. 11., 2002, str. 107

kriminalac i, u očaju što se njegovoj čestitosti više ne vjeruje, možda požaliti što je bio pošten i prisjećati se vremena kad je mirno živio pod zaštitom zakona?“[139]

U prethodnom citatu valja primijetiti jest kako je dužnik prošao *strogu istragu*, te je dokazao kako nije svojom krivicom pao u stečaj. Potrebno je, dakle, u pripremnoj fazi prikupiti sve nužne dokaze, te na osnovi njih donijeti odluku. Valja istaći i kako su Beccarijine ideje svi napredni krivični zakoni i ustavi u svijetu prihvatili kao svoja načela.

U suvremenoj Hrvatskoj čini se kako biti insolventan predstavlja sasvim normalnu i uobičajenu činjenicu koju državne institucije i široka javnost toleriraju, te proizlazi kako je poslovanje unatoč nesposobnosti za plaćanje društveno prihvatljivo u gospodarskom životu. Zakonske odredbe koje se tiču kažnjavanja neprihvatljivog ponašanja prije i tijekom stečaja iznimno se rijetko provode u praksi (iz više razloga, od kojih su neki navedeni), a oni rijetki slučajevi koji se procesuiraju okončaju kaznama na granici minimuma, a katkad završe i nevjerojatno apsurdnim rješenjima.

Tako je prema odredbama Kaznenog zakona u 2006. godini u Hrvatskoj za stečajna kaznena djela osuđeno sedam osoba[140], a iste godine u Hrvatskoj je otvoreno 1209 stečajeva[141]. Kada bi ovo bila slika stvarnog stanja dalo bi se zaključiti kako u Hrvatskoj uopće nema kriminalnog ponašanja prije ili tijekom stečajeva, te kako postoje tek usputni, iznimni izuzeci u perfektnom i uzornom pravno-ekonomskom ambijentu.

Uz vrlo malen broj slučajeva koji završi u rukama pravosudnih tijela, gdje samo dio od tog malenog broja bude okončan osudama odgovornih osoba, a drugi dio bude oslobođen, te povrh svega osuđenici dobiju redovito minimalne moguće kazne, nije ni čudno kako široka javnost smatra da je stečaj odlično mjesto za „lov u mutnom“. Gospodarstvenicima se šalje signal kako je imovina dužnika prije samog stečaja i tijekom njega zgodan i jeftin izvor sredstava.

Pavlović (2004.) upozorava na ovu opasnu široko rasprostranjenu pasivnost, te izvrsno zapaža kako postoji „(…) široka društvena hipokrizija o potrebi poštivanja etičkih i moralnih normi, a da se pritom ništa ne poduzima kako bi se smanjio broj stečajeva, pozvali na kaznenu

[139] Beccaria, Caesare: **O zločinima i kaznama**, Logos, Split, 1984., str. 119.

[140] Novoselec, P.: **Aktualni problemi hrvatskog gospodarskog kaznenog prava**, Hrvatski ljetopis za kazneno pravo i praksu, vol. 14, br. 2/2007, Zagreb, 2007., str. 418

[141] Marković, Nevenka: **Položaj radnika u stečajnom postupku**, Ovrha i stečaj – aktualnosti zakonodavstva i sudske prakse, Inženjerski biro, Zagreb, 2007., str. 160.

odgovornost počinitelji kaznenih djela i poduzimale radnje na otkrivanju uvjeta nastanka stečajnih kaznenih delikata.“[142] S jedne strane postoji zakon i pozivanje na poštivanje pravnog sustava i moralnih normi, a s druge strane kod državnih institucija postoji neaktivnost te se ne čini ništa da bi se zakon praktično provodio ili unaprijedio.

Odredbe kojima se uređuje kažnjavanje neprihvatljivog ponašanja prije ili tijekom stečaja nisu sadržane u Stečajnom zakonu, već se nalaze u Zakonu o trgovačkim društvima (čl. 626)[143], Kaznenom zakonu (čl. 281, 282, 283)[144], i drugima (npr. Zakon o odgovornosti pravnih osoba za kaznena djela**)**. Neodređenost zakonskog opisa stečajnih kaznenih djela dovodi do velike pravne nesigurnosti te do neodređenosti kruga mogućih počinitelja, a što posebno dolazi do izražaja kod kaznenog djela nepokretanja stečajnog postupka.

Korist od oštrog kažnjavanja stečajnih kaznenih djela je dvostruka: iz gospodarskog prometa bili bi isključeni i označeni nepošteni sudionici koji narušavaju stabilnost i povećavaju tržišni rizik (slijedom toga i cijenu novca), a disciplineriranjem gospodarstvenika povećali bi se izgledi za uspješna restrukturiranja u stečaju nakon pravovremenih otvaranja stečaja. U trenutnoj praksi možemo promatrati kako pojedinci otvaraju trgovačka društva, iz njih transferiraju svu imovinu, preuzmu obveze koje ne podmiruju, te nakon skraćenog stečajnog postupka otvaraju novo društvo s kojim ponovno mogu učiniti isto što i s prethodnim. Nekažnjeno prolaze kroz sustav čime narušavaju povjerenje svih sudionika u gospodarstvo i pravosuđe, i destabiliziraju čitavo tržište. Trenutne statistike pokazuju kako u Hrvatskoj u manje od 0,6% stečajeva neki sudionik bude osuđen za nepoštena djela. Nužno je potrebno unaprijediti zakone i početi kažnjavati ovakve postupke!

Također valja uočiti da je za uspješno restrukturiranje nužno stečajni postupak pokrenuti na vrijeme. Nažalost, u Hrvatskoj stečajevi niti se pokreću na vrijeme, niti se itko za to kažnjava, čime bi ostali sudionici na tržištu dobili jasan znak kako se odgađanje stečaja ne tolerira.

[142] Pavlović, Šime: **Insolvencijska kaznena djela**, Aktualna pitanja kaznenog zakonodavstva 2004., Inženjerski biro, Zagreb, 2004., str. 90

[143] NN 113/93, 34/99, 52/00, 118/03, 107/07

[144] NN 110/97, 27/98, 50/00, 129/00, 51/01, 111/03, 190/03, 105/04, 84/05, 74/06

Treba istaći kako svaki stečaj nije nepošten, i uvijek iznova naglašavati slučajeve u kojima dužnik nije imao namjeru oštetiti ni svoje vjerovnike ni svoje poduzeće. S druge strane Novoselec (2007.)[145] navodi kako se u Njemačkoj u 80% stečajnih postupaka sumnja na kriminalnu pozadinu, te se opravdano može smatrati kako taj postotak u Hrvatskoj sigurno nije manji nego u Njemačkoj. Također i Beccaria napominje kako je vrlo malo vjerojatno da je dužnik „samo tobože bez svoje krivnje pao pod stečaj"[146], pod pretpostavkom da se istraga prije toga dosljedno provela.

Unatoč tome potrebno je osvještavati kako postoje pošteni stečajni dužnici bez obzira koliko malobrojni bili, jer bez jasne distinkcije poštenih i nepoštenih stečajeva nema unaprjeđenja stečajnog prava i prakse, te se mogućnost restrukturiranja, ionako mala, svodi na još manju mjeru. Samo poštene stečajne dužnika ima smisla restrukturirati, jer nijedan vjerovnik nije dužan snositi trošak nepoštenja stečajnog dužnika.

Razlikovanjem poštenih od nepoštenih stečajeva gradi se temelj za rehabilitaciju poštenih stečajnih dužnika, a kažnjavanjem nepoštenih zorno se može pokazati kako stečaj nije dobra podloga za nepoštene poslove koji će proći neopaženo i nekažnjeno, te kako neplaćanje dospjelih obveza nije *nešto sasvim normalno*. Nažalost, trgovačka društva slijede primjer države i njenih institucija koje ni same ne podmiruju svoje obveze na vrijeme, a loši zakoni i pravosuđe koje prečesto ne ispunjava svoju ulogu pogoduju prolongiranju trenutnog stanja.

2.6.1. Pošteni stečajevi

Već je navedeno kako široka javnost općenito smatra da u stečaj teško može pasti društvo pod poštenom upravom, no to nije uvijek tako. Valja reći kako je uspješno voditi poduzeće izuzetno zahtjevan zadatak kojemu nisu svi jednako dorasli.

Postoje okolnosti izvan samog trgovačkog društva koje ga mogu odvesti u stečaj, a na koje društvo nema direktnog utjecaja niti na njih može neposredno djelovati. To mogu biti politička previranja, efekti globalizacije, novi supstituti, alternativne tehnologije, destabilizacija financijskog sustava, opća recesija u industriji, skok cijena repromaterijala,

[145] Novoselec, P.: **Aktualni problemi hrvatskog gospodarskog kaznenog prava**, Hrvatski ljetopis za kazneno pravo i praksu, vol. 14, br. 2/2007, Zagreb, 2007., str. 418

[146] Beccaria, Caesare: **O zločinima i kaznama**, Logos, Split, 1984., str. 120.

prirodne nepogode zbog kojih na bilo koji način trpi poslovanje (npr. teškoće u opskrbi, transportu, oštećenja imovine, i sl.), ili drugi teško predvidivi događaji.

Ipak, mnogo češće od nepredvidivih zbivanja događa se kako direktor odnosno uprava trgovačkog društva jednostavno nemaju dovoljno znanja i iskustva u vođenju poduzeća. To za posljedicu ima nefleksibilnost u poslovanju, neprilagodljivost stalnim promjenama u mikro- i makro-okruženju, te neuspjeh u suočavanju s izazovima svakodnevnog posla. Tada je stečaj dobra prilika za učenje i može biti odskočna daska za novi, uspješni posao. Dakle, stečaj koji je posljedica neznanja i neiskustva menadžmenta ne mora biti nepošten stečaj, upravo suprotno, to je prigoda za uočavanje i ispravak nedostataka u drugom pokušaju.

Kako prepoznati „pošteni stečaj“? Valjalo bi uvesti određene pretpostavke. Prvo, dužnik bi sam morao pokrenuti stečaj, a ne čekati da drugi prijave njegove poslovne poteškoće. Ovime se ukazuje na svjesnost i samokritičnost dužnika. Drugo, podnošenje prijedloga za otvaranje stečaja trebalo bi biti što ranije, odnosno odmah nakon ispunjavanja uvjeta za otvaranje stečaja. U praksi bi trebala zaživjeti prijeteća insolventnost kao stečajni razlog. Ukoliko bi dužnik podnio prijedlog radi prijeteće insolventnosti to bi bio dobar signal kako se najvjerojatnije radi o poštenom dužniku. Treće, nakon podnošenja prijedloga za stečaj i otvaranja stečaja potrebno je provesti reviziju poslovanja i utvrditi uzroke stečaja. Ukoliko bi se pokazalo kako se dužnik i njemu bliske osobe ni na koji način nisu okoristile stečajem, te da nisu imale namjeru dovesti društvo u stečaj može se smatrati kako se radi o poštenom stečaju. Ovakav dužnik ima odlične izglede za restrukturiranje i nastavak poslovanja.

Poštene dužnike treba destigmatizirati, i to u smislu skidanja bremena etikete „neuspješnog poduzetnika“. Valja im omogućiti educiranje i olakšati mogućnost za pokretanje novih poduzeća u slučaju kada je njihovo prethodno društvo likvidirano u stečaju. Trebalo bi uspostaviti sustav prikupljanja informacija iz poštenih stečajeva, te napraviti studije slučajeva (*case study*) iz kojih bi poduzetnici učeći na tuđim greškama mogli spoznati kako izbjegavati putove koji vode u stečaj. Jasno, loš glas neuspjeha pratit će poduzetnike koji su prošli kroz stečaj još neko vrijeme jednostavno stoga jer se ne može izbrisati pamćenje njihovih poslovnih partnera, no ukoliko uspiju podići novo, uspješno poduzeće, ono samo će ih opravdati.

Već je i Stečajni zakon iz Kraljevine Ugarske, Hrvatske i Slavonije od 01.09.1853. godine poznavao elemente poštenih stečajeva. Tako je dužnik (fizička osoba) koji nije kriv što nije mogao podmiriti vjerovnike, a odmah je zatražio otvaranje stečaja i predao svu svoju imovinu, imao pravo tražiti određene pogodnosti. Mogao je biti pošteđen osobne ovrhe, i mogao je zadržati onoliko imovine koliko mu je neophodno za uzdržavanje svoje obitelji.[147]

Također se i u *Kaznenom zakonu o zločinstvih, prestupcih i prekršajih* iz 1852. ističe kako dužnik može pasti u stečaj „nesrećom i bez svoje krivine", te da se stečaj ne treba kažnjavati „ako čin taj ne bude zločinstvo prevare" (paragraf 486). Danas, više od 150 godina kasnije, u Hrvatskoj imamo na snazi u mnogome lošiji zakon (što se tiče odredbi vezanih uz stečaj), te se kaznenim djelom smatra i umanjenje stečajne mase „iz nehaja"[148].

2.6.2. Nepošteni stečajevi

Nepošteni stečajevi su oni u kojima je dužnik ili pojedini sudionik stečajnog postupka imao namjeru oštetiti vjerovnike, i to bilo prije stečaja (očekivajući da će stečaj biti otvoren), ili nakon otvaranja stečajnog postupka.

Radi se o „kriminalu bijelog ovratnika"[149] u kojem sudjeluju tzv. ugledni ljudi u okviru obavljanja profesionalnih i poslovnih aktivnosti, odnosno njegovi počinitelji su uglavnom članovi uprava trgovačkih društava. Ovo su vrlo često visokoobrazovani stručnjaci koji su sposobni bolje prikriti svoja kriminalna djela od „običnih" počinitelja kaznenih djela. Dakle, riječ je o kriminalu u pravom smislu riječi i to u obliku u kojem ga je puno teže otkriti, te je „potrebna velika stručnost tijela kaznenog progona kako bi se ušlo u trag složenim operacijama kojima se vjerovnicima ili vlastitom društvu nanosi šteta."[150]

U Europskoj uniji jasno se uviđaju izazovi distinkcije poštenih i nepoštenih dužnika, te potreba oštrijeg suočavanja s nepoštenim ponašanjem u poslovanju. Krajem 2002. godine

[147] Rončević, Melita; **Stečajni zakoni iz 1853. i 1897. g. u Kraljevini Hrvatskoj i Slavoniji**, Glasnik arhiva Slavonije i Baranje, Osijek, 7-2003, str. 29

[148] čl. 282 st. 3 KZ

[149] Vidjeti kod Muncie, John; McLaughlin, Eugene: **The problem of crime**, Sage Publications in association with The Open University; 2nd edition, London, 2001.

[150] Majstorović, D.: **Stečajna kaznena djela**, Hrvatski ljetopis za kazneno pravo i praksu, vol. 14, br. 2/2007, Zagreb, 2007., str. 645

objavljeno je „Konačno izvješće grupe visokorangiranih stručnjaka trgovačkog prava o suvremenom regulatornom okviru za europsko trgovačko pravo“[151] (grupa se kolokvijalno naziva Winterova grupa, prema predsjedajućem Jaapu Winteru), u kojem se ističe kako je potrebno redefinirati odgovornosti uprave prije stečaja, te navode kako ovo nije usko područje stečajnog prava, već „(…) ključni element prikladnog sustava upravljanja trgovačkim društvom.“[152] Također se predlaže prikladno sankcioniranje koje bi djelovalo na cijelom području Unije te bi stoga imalo i dugoročnije efekte. Slijedom ovog izvješća Europska je komisija u svibnju 2003. objavila Akcijski plan[153].

Planom se predlaže uvođenje pravila nepoštenog poslovanja prema kojem bi „(…) direktori bili osobno odgovorni za posljedice neuspjeha trgovačkog društva, ako je predvidivo da društvo ne može nastaviti podmirivati svoje obveze, a oni ne odluče niti spasiti ga i pobrinuti se za plaćanje dugovanja, niti likvidirati ga.“[154] Ovaj je plan nastavak brojnih sličnih inicijativa još ih 1990-tih (vidjeti kod Bachner, 2004.[155]), u kojima su akademski stručnjaci njemačkog pravnog kruga upozoravali na prekobrojne stečajne postupke u kojima je dužnik potpuno ogoljen, bez ikakve vrjednije imovine, i to upravo stoga što se odugovlačilo s otvaranjem stečaja. Ovdje valja imati na umu kako prethodno citirana odgovornost nadilazi odgovornost za odugovlačenje sa stečajem, te se zapravo odnosi na ponašanje daleko prije trenutka u kojem dužnik ispunjava uvjete za otvaranje stečaja, odnosno bitno ranije od nastupanja insolventnosti.

U Republici Hrvatskoj nepoštena postupanja u svezi stečajeva opisuju Kazneni zakon i Zakon o trgovačkim društvima. Ove zakonske odredbe prezentirane su u prilozima (poglavlje 8). Osim navedenih postoji i Zakon o odgovornosti pravnih osoba za kaznena djela[156]. Postoji sasvim opravdano mišljenje kako je građanima otežano upoznavanje sa zabranjenim

[151] http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/governance-consult-responses_en.pdf (Pristupljeno 08.07.2008)

[152] Poglavlje 3, str. 9.

[153] „Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward“, http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm (Pristupljeno 08.07.2008)

[154] Toč. 3.1.3. Akcijskog plana, http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003DC0284:EN:HTML (Pristupljeno 08.07.2008)

[155] Bachner, Thomas; **Wrongful Trading – A New European Model for Creditor Protection?**, European Business Organization Law Review (EBOR), Volume 5, Issue 02, 2004., str. 293-319

[156] NN 153/03

ponašanjima, jer su njihovi opisi razasuti u više različitih zakona što zahtijeva veće poznavanje prava od uobičajenog[157].

Kazneni zakon[158] određuje tri članka kojima se definiraju nepoštena postupanja prije ili tijekom stečaja[159]:

a) čl. 281 – Pogodovanje vjerovnika,
b) čl. 282 – Zlouporaba stečaja, i
c) čl. 283 – Zlouporaba u postupku stečaja.

Što se tiče primjene ovih odredbi Kaznenog zakona, može se navesti primjer praktične uporabe članka 283, a ovaj primjer će sam po sebi prezentirati kvalitetu sadržaja ovih odredbi. Na uzorku sudova kod kojih je registrirano tri četvrtine svih pravnih osoba u Hrvatskoj, u šestogodišnjem razdoblju (01.02.2000. – 31.12.2005.) Majstorović[160] nije pronašao *niti jedan* okončan predmet iz ovog članka. Kada bi ovakva praksa bila realna slika stanja to bi značilo kako imamo privilegiju nalaziti se u apsolutno savršenom stečajnom sustavu, no sasvim je jasno kako to nije posrijedi.

Odredbe o stečajnim kaznenim djelima nalaze se i drugdje, ne samo u Kaznenom zakonu. Teško je razumjeti zašto one nisu pregledno sumirane na jednom mjestu[161]. Tako Zakon o trgovačkim društvima propisuje članak koji se odnosi na nepošteno postupanje u stečajevima, i to čl. 626. naslovljen '*Povreda dužnosti u slučaju gubitka, prezaduženosti ili nesposobnosti za plaćanje*'. To je kompleksna odredba u kojoj se upućuje na šest drugih različitih članaka istoga Zakona, te se ondje (st. 1, toč. 2) u biti nastoji definirati slučajeve u kojima odgovorne osobe ne pokreću stečaj na vrijeme i sankcionirati ih za navedeno djelo.

---

[157] Upravo suprotno od onog što se navodi u Majstorović, D.: **Stečajna kaznena djela**, Hrvatski ljetopis za kazneno pravo i praksu, vol. 14, br. 2/2007, Zagreb, 2007., str. 654.

[158] NN 110/97, 27/98, 50/00, 129/00, 51/01, 111/03, 190/03, 105/04, 84/05, 74/06

[159] Osim navedenih članaka Kaznenog zakona postoje i druge njegove odredbe koje nisu direktno vezane uz stečajeve, ali mogu biti primijenjene i u stečaju. To su odredbe koje se odnose na kaznena djela 'povrede obveze vođenja trgovačkih i poslovnih knjiga' (čl. 287. KZ), 'nesavjesnog gospodarskog poslovanja' (čl. 291. KZ), 'prijevare u gospodarskom poslovanju' (čl. 293. KZ), 'prijevare' (čl. 224. KZ), itd.

[160] Majstorović, D.: **Stečajna kaznena djela**, Hrvatski ljetopis za kazneno pravo i praksu, vol. 14, br. 2/2007, Zagreb, 2007., str. 666-667

[161] Istraživač koji nije pravnik trebao bi valjda pretresti gotovo sve zakone Republike Hrvatske kako bi našao „krije“ li se i ondje koja odredba o kaznenim djelima u stečaju.

Analiza ovog problematičnog članka može se naći kod Majstorovića (2007.)[162] ili Kaleba (2006.)[163]. Ističe se kako ova odredba ima niz nedostataka i nejasnoća, od nepostojanja koncepta nemarnosti u Kaznenom zakonu (a zakon upravo propisuje kako se ovo djelo može počiniti i iz „nemarnosti"), preko neodređenosti tko može uopće biti počinitelj tog kaznenog djela, do problema s određivanjem roka zastare.

Hrvatski fond za privatizaciju do kraja 2000. godine podnio je oko 800 kaznenih prijava protiv odgovornih osoba u trgovačkim društvima koje nisu pokretale stečaj iako su bili obvezni to učiniti, no osuđeno ih je izuzetno malo. Navodi se kako su bivše Vlade RH odlučile ne primjenjivati ovu odredbu s ciljem sprečavanja masovnih stečajeva zbog loše i nepravedne pretvorbe i privatizacije, te je ona time predstavljala „na papiru mrtvo slovo."[164] Malobrojne presude na osnovi ovog članka ZTD znale su biti jednostavno nevjerojatne[165] i jedino logično objašnjenje jest izopačenje pravosudnog sustava (korupcija i sl.).

U kontekstu stečaja valja također imati na umu da prema Zakonu o trgovačkim društvima „onaj tko zloupotrebljava okolnost da kao član trgovačkoga društva ne odgovara za obveze društva ne može se pozvati na to da po zakonu ne odgovara za te obveze."[166] Stoga valja pomno analizirati jesu li članovi društva zloupotrebljavali svoje ovlasti i preuzimali obveze do te mjere da to društvo nije više moglo podnijeti, što je direktno ili indirektno dovelo do stečaja. Ukoliko jesu, mogu se procesuirati i ove osobe, te one mogu i direktno

[162] Majstorović, D.: **Stečajna kaznena djela**, Hrvatski ljetopis za kazneno pravo i praksu, vol. 14, br. 2/2007, Zagreb, 2007., str. 654-659

[163] Kaleb, Zorislav: **Gospodarska kaznena djela iz područja trgovačkih društava i vrijednosnih papira**, Zgombić i partneri, Zagreb, 2006., str. 127 - 131

[164] Kaleb, Zorislav: **Gospodarska kaznena djela iz područja trgovačkih društava i vrijednosnih papira**, Zgombić i partneri, Zagreb, 2006., str. 131

[165] Npr. u predmetu K-23/00 Općinskog suda u Buzetu okrivljenik je oslobođen sumnje da je počinio kazneno djelo nepokretanja stečaja uz obrazloženje da je riječ „o beznačajnom djelu", premda je riječ o društvu koje ima 4 milijuna kuna neplaćenih obveza.

Kod određivanja roka zastare također nastaju i apsurdni slučajevi u kojima pojedine institucije hrvatskog pravosuđa smatraju da kazneno djelo pravovremenog nepokretanja stečaja zastarijeva nakon 21 dana. Tako se npr. direktor ne može teretiti da nije pokrenuo stečaj na vrijeme kada prođe 21 dan nakon insolventnosti, jer je taj njegov propust zastario nakon tri tjedna, iako on i dalje, tijekom četiri godine ne pokreće stečaj (premda je društvo i dalje insolventno). Dakle, kazneno djelo zastarijeva, premda djelo samo još uvijek traje! (Vidjeti rješenje Općinskog državnog odvjetništva u Puli pod br. DO-K-372/00).

[166] čl. 10 st. 3 Zakona o trgovačkim društvima, (NN 113/93, 34/99, 52/00, 118/03, 107/07)

snositi odgovornost (i vlastitom imovinom) za počinjena djela kojima su zlouporabili svoje ovlasti, a što je eventualno rezultiralo stečajem.

Uz navedene postoje i druge odredbe Zakona o trgovačkim društvima koje nisu direktno vezane uz stečajeve, ali također mogu biti primijenjene u stečaju. One se odnose na kaznena djela 'netočnog prikazivanja imovinskog stanja' (čl. 625. ZTD), 'davanja netočnih podataka' (čl. 624. ZTD), i 'povrede dužnosti da se dade izvješće' (čl. 628. ZTD).

Osim fizičkih osoba i u Hrvatskoj se odnedavna mogu procesuirati i pravne osobe. Naime, donošenjem **Zakona o odgovornosti pravnih osoba za kaznena djela** (NN 151/03) proširen je krug mogućih počinitelja kaznenih djela i u stečaju.

Mnogo je riječi o tome može li uopće pravna osoba biti za bilo što odgovorna, no ta je rasprava prepuštena pravnoj znanosti. Valja navesti kako su u praksi „teški oblici gospodarskog kriminaliteta danas uglavnom posljedica djelovanja ne samo usamljenog pojedinca, nego niza osoba u trgovačkim društvima s ciljem ostvarivanja dobiti po svaku cijenu.“[167] Stoga je donošenje ovakvog Zakona pokušaj suočavanja s problemom teško odredive odgovornosti za očite povrede pravila urednog poslovanja. Osobito valja istaći kako se može kazniti i pravna osoba u stečaju „za kaznena djela počinjena prije pokretanja ili tijekom postupka stečaja“[168].

Hrvatski Zakon o odgovornosti pravnih osoba za kaznena djela kao temelj za određenje odgovornosti prihvaća teoriju identifikacije, po kojoj se pravna osoba identificira s fizičkom osobom koja čini kazneno djelo u korist te pravne osobe. Dakle, pojedinac metaforički predstavlja „volju“ pravne osobe i čini kazneno djelo u korist pravne osobe, te se stoga i navedeno djelo može pripisati pravnoj osobi. Ponašanje pojedinca i kažnjavanje pravne osobe povezuje ovlaštenje odgovorne osobe na zastupanje, donošenje odluka i obavljanje nadzora.

Iz navedenoga je jasno kako i u stečaju postoji zakonska osnova za procesuiranje i pravnih osoba za kaznena djela koja su učinjena u korist tih pravnih osoba. No, u stečaju se mnogo češće kaznena djela čine *na štetu*, a ne *u korist* pravnih osoba, jer odgovorne osobe (direktori, uprava) oštećuju vlastito društvo. Stoga se ne može očekivati da će se prema Zakonu o odgovornosti pravnih osoba za kaznena djela voditi mnogo postupaka protiv

[167] Majstorović, D.: **Stečajna kaznena djela**, Hrvatski ljetopis za kazneno pravo i praksu, vol. 14, br. 2/2007, Zagreb, 2007., str. 653

[168] čl. 7 st. 3 Zakona o odgovornosti pravnih osoba za kaznena djela (NN 151/03)

pravnih osoba, stečajnih dužnika, nego pravosuđe pažnju treba usmjeriti na individualne, fizičke osobe.

Postoji i pokušaj sprečavanja osoba koja imaju zadužena i insolventna društva da osnivaju i registriraju nova društva. Naime, poznato je kako su članovi uprava i odgovorne osobe u prezaduženim ili insolventnim društvima imale praksu otvaranja stečaja (kojim su prethodne obveze prestajale) i otvaranja novog trgovačkog društva. To se nastojalo spriječiti Uredbom o posebnim uvjetima za osnivanje trgovačkih društava (NN 100/95) koja je kasnije unesena u Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o sudskom registru (NN 57/96). Ondje stoji da je kod prijave novog društva u sudski registar osnivač društva dužan priložiti izjavu (ovjerovljenu pred javnim bilježnikom) „…da ni on ni društvo u kome ima udjele ili dionice nema nepodmirene dospjele obveze."[169]

Nažalost, navedena uredba i zakon u koji je inkorporirana nisu uspjeli izmijeniti postojeću praksu. Osobe koje su odgovorne u prezaduženim ili insolventnim društvima jednostavno osnivaju nova društva (ili kupuju udjele u drugim društvima) na ime bliskih osoba (npr. člana obitelji), ili imaju više registriranih društava koja drže u mirovanju, a aktiviraju ih prema potrebi, i time „izigravaju" zakon i namjere zakonodavca.

2.7. Propisi Europske unije na području stečajeva

U postupku pristupanja Europskoj uniji Republika Hrvatska intenzivno harmonizira svoje pravne propise s onima u Uniji. No, pravna regulativa stečajeva u Europskoj uniji nije standardizirana, i postoje različite tradicije i tendencije koje su uočljive u stečajnim postupcima u državama Europe. Primjerice, Francuska i Velika Britanija (kao države u svakom pogledu među najsnažnijima u Uniji) imaju bitno različite stečajne zakone. Francuska težište stavlja na zaštitu dužnika, a Velika Britanija na zaštitu vjerovnika, dok je Njemačka negdje između, po inklinaciji zakona bliža Velikoj Britaniji. Dakle, u Europskoj uniji ne postoje jedinstveni stavovi o ključnim pitanjima stečaja.

Pokušaji kreiranja okvira za provođenje stečajnog postupka na kontinentu koji je osobito isprepleten na međudržavnim razinama bili su brojni, i redom neuspjeli. Bilo je

[169] čl. 41a Zakona o sudskom registru, NN 111/93 i NN 57/96

potrebno mnogo vremena da se usklade oprečni europski pravni postupci i riješe praktični problemi.

Začetnik ideje harmonizacije pravila europskih stečajnog postupka u Europi bio je Jabez Henry (1775-1835), engleski pravnik koji je uočio konfliktne i zbunjujuće propise u svezi međunarodnih stečajeva u zapadnoj Europi, te je predložio međunarodnu stečajnu konvenciju u dokumentu nazvanom *Nacrt plana međunarodnog stečajnog zakona za različite komercijalne države Europe*, koji je objavljen oko 1826.[170]

Nekoliko bilateralnih međunarodnih ugovora s temom stečajeva potpisano je u Europi u 19-tom stoljeću, a krajem 19-tog stoljeća održano je i nekoliko konferencija o međunarodnom pravu koje su bile posvećene prekograničnim stečajevima (prva od njih je francusko-belgijska konvencija u Parizu 1899. godine). Na Petoj konferenciji o međunarodnom privatnom pravu godine 1925. osmišljen je model ugovora, no multilateralne konvencije nisu održane, s iznimkom skandinavskih zemalja i Nordijske stečajne konvencije održane 1933. godine (sudjelovale su Danska, Finska, Norveška, Švedska, i Island).

Rimskim ugovorima 1957. stvoren je pravni okvir za slobodno kretanje dobara, usluga, radnika, i kapitala, te stoga stečajevi kao sastavni dio svakodnevnog ekonomskog života nisu mogli ostati po strani. Slijedom toga 1959. godine sazvana je konvencija na kojoj bi se raspravljalo o pitanjima priznavanja stranih sudskih odluka, pa tako i o pitanjima stečajeva. Konvencija je održana u Bruxellesu 1968. godine, no iz konačnog dokumenta ipak je bilo isključeno rješavanje problematike stečajeva i prekograničnih stečajnih postupaka, jer se smatralo da su ova pitanja osobito zahtjevna i da se trebaju posebno raspravljati i rješavati po posebnim pravilima.

Europska komisija imenovala je 1963. godine radnu grupu koja je trebala pripremiti konvenciju o stečajevima, a grupa je prvi nacrt objavila sedam godina kasnije. No, usklađivanje i pregovaranje oko nacrta zajedničkog stečajnog okvira trajalo je sve do 1982. kada je prvi puta objavljena konačna verzija. No, ideja rješenja je bila poprilično idealistička i restriktivna jer je pretpostavljala uvođenje uniformnih pravila za sve, čime bi članice izgubile

[170] Graham, David; **Discovering Jabez Henry**. Cross-border insolvency law in the 19th century, International Insolvency Review, Vol. 10 No. 2, 2001, str. 153-166

Opširnije o povijesti europskog stečajnog prava kod Omar, Paul; **European insolvency law**, Ashgate Publishing Ltd., 2004. Pregled dostupan na *Google books*: http://books.google.hr/books?id=n3k1jcC13N8C (Pristupljeno 02.08.2008)

utjecaj na vlastite, lokalne stečajne propise. Ovakav jedinstveni europski stečajni pravni okvir napušten je 1985. i pregovori među članicama su stali.

Zatišje je trajalo do svibnja 1989. kada je ponovno prezentirana ideja o stečajnoj konvenciji, te je u Istanbulu 1990. godine održana *Europska konvencija o određenim međunarodnim aspektima stečajeva*, koja je bila više simbolična nego efikasna, te na kojoj je šest država potpisalo konvenciju (Belgija, Francuska, Njemačka, Grčka, Luksemburg, i Turska). Nijedna od potpisnica nije konvenciju i ratificirala. Jedini je uspjeh konvencije bio u potpisivanju bilateralnog sporazuma između Njemačke i Austrije o međusobnom priznavanju stečajnih postupaka[171].

2.7.1. Europska konvencija o stečajnom postupku

Nakon što je Vijeće Europe 1990. godine preuzelo svoju ulogu ponovno je reanimiran projekt zajedničkog europskog stečajnog pravnog okvira, te je imenovana ad hoc radna grupa i zadužena za novi početak. Kao konceptualni početni predložak uzeti su elementi Briselske i Istanbulske konvencije, no uz djelomično odustajanje od principa univerzalnosti.

Oko 170 godina nakon Henryjeve ideje, odnosno 1995. godine konačno je prezentiran ključni i dugo očekivani dokument za europsko stečajno pravo: **Europska konvencija o stečajnom postupku** (nadalje: Konvencija). Specifično za ovu Konvenciju jest povlačenje ideja univerzalnosti i zajedničkog tržišta, te pragmatičnost i prepuštanje članicama da samostalno uređuju vlastito interno područje stečajeva. Uočena je nerealnost zahtjeva za jedinstvenim i općeprimjenjivim europskim stečajnim okvirom, barem u ovom povijesnom trenutku, te su principi univerzalnosti u Konvenciji znatno skromniji.

Stoga Konvencija nije uniformni okvir europskog stečajnog prava nego prije svega pokušaj usklađivanja prava na području međunarodnih (ili prekograničnih) stečajeva, tj. u

[171] Unt, Lore; **International relations and international insolvency cooperation: Liberalism, institutionalism, and transnational legal dialogue**, Law and Policy in International Business, Vol. 28, 1997.

situacijama kada pojedini stečaj prelazi okvire jednog pravnog sustava, te kada se postavljaju pitanja jurisdikcije, nadležnog zakona, i priznavanja stranih odluka[172].

Ciljevi Konvencije su razrješavanje bitnih pravnih pitanja u svezi prekograničnih stečajeva, i to s obzirom na:

a) jurisdikcije sudova u svezi intra-EU efekata stečajnih postupaka,
b) jednoobrazno rješavanje konfliktnih pravnih odredbi u stečajnim postupcima,
c) priznavanje i provedbu presuda u stečajnim postupcima;
d) otvaranje sekundarnih stečajnih postupaka; i
e) prava vjerovnika na pristup informacijama i prijava potraživanja.

Konvencija se primjenjuje na „kolektivne stečajne postupke koji za posljedicu imaju potpuni ili djelomični prestanak s radom, ili prodaju dijela ili ukupne imovine dužnika, i imenovanje likvidatora“[173], pri čemu valja voditi računa o upravo navedene četiri kumulativne pretpostavke:

1. mora se raditi o **kolektivnom** stečajnom postupku, što znači da su individualna postupanja vjerovnika zabranjena, i da svi vjerovnici moraju imati mogućnost sudjelovanja u postupku;
2. dužnik mora biti **insolventan**, pri čemu se opća definicija insolventnosti podrazumijeva i ne iznosi eksplicitno (smatra se samorazumljivim da je insolventnost nesposobnost za plaćanje), a specifična odnosno konkretna definicija insolventnosti prepušta se svakoj zemlji članici pojedinačno. Valja uočiti kako neke države (npr. V. Britanija) u određenim slučajevima uopće ne zahtijevaju insolventnost kako bi se pokrenuo stečajni postupak, te stoga treba ponoviti da se konvencija primjenjuje samo u slučaju insolventnosti;
3. dužnik mora potpuno ili djelomično **prestati s radom**, ili je njegova imovina potpuno ili djelomično ponuđena **na prodaju**;

[172] Kao primjer unitarističkog pogleda na stečajno pravo koji otežava međunarodno poslovanje može se dati luksemburški stečajni sustav koji donedavno nije prihvaćao niti priznavao strani postupak nad inozemnim podružnicama poduzeća stečajnog dužnika čije je sjedište u Luksemburgu (s tim da Luksemburg nije jedini primjer ovakvog stava).

[173] čl. 1 st. 1 Konvencije (dostupno na http://aei.pitt.edu/2840/01/070.pdf , Pristupljeno 02.08.2008)

4. u postupku mora biti imenovan **likvidator**, i to bez obzira na njegov lokalni formalni naziv (administrator, likvidator, kurator, stečajni upravitelj), čija je zadaća briga za dužnikovu imovinu za račun vjerovnika.

Izazov rješavanja međunarodnih stečajeva Konvencija je nastojala riješiti ravnotežom između principa univerzalnosti (ista pravila za sve države, što nije zaživjelo 1980-tih) i principa teritorijalnosti (svaka država ima vlastita pravila, što je u biti i izvor problema, ali čime države zadržavaju suverenost) što je u konačnici rezultiralo stavom tzv. „kontroliranog univerzalizma" – sustavom pratećih sekundarnih stečajnih postupaka koji asistiraju i okreću se glavnog, središnjeg stečajnog postupka.

Naime, ukoliko se stečaj otvori u određenoj zemlji članici, bit će upravljan prema zakonima te članice, no ukoliko dužnik ima i prekograničnu imovinu (podružnice, poduzeća – kćeri, i sl.) mogu se otvoriti sekundarni stečajni postupci u državama gdje se nalazi ta imovina, i to sukladno zakonima tih država. Središnji stečajni postupak vodi se u državi gdje dužnik ima *COMI*[174] – središte glavnih interesa, a ova relativno nejasna formulacija podrazumijeva kako formalno sjedište (tj. registracija) trgovačkog društva ne mora biti u državi gdje to društvo obavlja glavninu svog posla, odnosno kako društvo može biti registrirano u jednoj državi a u sasvim drugoj imati „središte interesa". Ovaj sustav glavnog i sekundarnih stečajnih postupaka u ovom se radu neće detaljno obrazlagati, a interesenti se upućuju na druge izvore[175].

U kontekstu ovog rada bitno je naglasiti kako „(…) generalni stav Konvencije naginje prevenciji likvidacije uporabom reorganizacijskih rješenja."[176] No ovaj opći stav se ne ogleda

[174] eng. *centre of main interests*

[175] npr. Bos, Titia M.; **The European Insolvency Regulation and the Harmonization of Private International Law in Europe**, Netherlands International Law Review, Volume 50, Issue 01, 2003., str. 31-57

Virgos, Miguel; Garcimartin, Francisco; **The European Insolvency Regulation: Law And Practice**, Kluwer Law International, 2004. Pregled dostupan na *Google books*: http://books.google.com/books?id=9AeYZjvWcfwC&hl=hr (Pristupljeno 07.07.2008.)

Kayser, Nicki; **A study of the European convention on insolvency proceedings**, International Insolvency Review, Vol. 7 No. 2, 1998, str. 95-140

[176] Kayser, Nicki; **A study of the European convention on insolvency proceedings**, International Insolvency Review, Vol. 7 No. 2, 1998, str. 112

u praktičnim rješenjima, te je uočeno (npr. Johnson, 1996.[177]) kako ne postoje efikasni načini ohrabrivanja, poticanja, i zaštite sanacijskih procedura. Primjerice, ukoliko se središnji postupak vodi u državi članici koja u stečaju preferira likvidaciju, a sekundarni postupak u državi koja omogućava rehabilitaciju, te ako je subjekt u državi sekundarnog postupka održiv i sanacija je sasvim realna, on će svejedno biti likvidiran i to će biti u skladu s Konvencijom.

Što se tiče pristupanja Hrvatske Europskoj uniji, budući da se Konvencija temelji na čl. 220 Rimskog ugovora, a odredbe Rimskog ugovora moraju se ratificirati jednoglasno (ili svi ili nema pravovaljanosti), i sve nove članice EU obvezane su Konvencijom. Dakle, kada Hrvatska bude članica EU i na nju će se automatski primjenjivati Konvencija.

Unatoč svemu, u prvom koraku niti ovaj pokušaj regulacije europskog stečajnog prava nije uspio. Sve države članice potpisale su Konvenciju, ali ne i Velika Britanija. Razlog nepotpisivanja nije bio u neslaganju sa sadržajem Konvencije, nego zbog tada aktualnog političkog problema bolesti „ludih krava“ i zabrane uvoza govedine u Europu iz Britanije[178]. Nepotpisivanje jedne članice značilo je kako Konvencija otpada i ne primjenjuje se i za sve ostale članice.

Premda je u konačnici ostala nerealizirana Konvencija nipošto nije ni nevažna niti se može smatrati neuspjelom, i ima vrlo bitnu ulogu: njene su odredbe zaživjele u Regulativi Vijeća Europe.

2.7.2. Regulativa Vijeća Europske unije o stečajnim postupcima

Unatoč formalnom neuspjehu ratifikacije Konvencije nije se odustalo od europskog okvira rješavanja prekograničnih stečajeva, te je Amsterdamski ugovor (1997.) s jedne strane osnažio težnje ka usklađivanju propisa međunarodnih stečajeva unutar Unije, a s druge strane omogućio i nov način provedbe Konvencije kroz nove ovlasti prenesene na tijela Unije. Prema novim ovlastima se Vijeće EU može služiti i instrumentima supranacionalnog prava. Naime, Amsterdamski je ugovor proširio legislativne ovlasti tijela Europske unije

[177] Johnson, Gordon; **The European union convention on insolvency proceedings: A critique of the convention's corporate rescue paradigm**, International Insolvency Review, Vol. 5 No. 1, 1996, str. 80-107

[178] Jasno, to nije bio službeno deklarirani razlog.

transferirajući područje pravosudne kooperacije među članicama iz tzv. „trećeg stupa“ u „prvi stup“ na kojima se temelji Unija[179].

Tako je Amsterdamski ugovor otvorio novi prostor za aplikaciju Konvencije premda sama Konvencija (kako je već rečeno) nije ratificirana, te je Konvencija ugrađena i čini sadržaj **Regulative Vijeća Europske unije o stečajnim postupcima** br. 1346/2000[180] (nadalje: Regulativa) koju je Europska unija prihvatila 29. svibnja 2000. godine, a koja je stupila na snagu 31. 05. 2002. godine.

Dakle, Amsterdamski je ugovor donio novi put primjene Konvencije unatoč političkim problemima s ratifikacijom, jer Regulativa djeluje automatski i simultano na sve članice, bez potrebe ratifikacije i direktne integracije u nacionalne legislative. U tom smislu Regulativa se ugrubo može nazvati i *Europskim stečajnim zakonom* (doduše, samo na području međunarodnih stečajeva unutar EU). Konvencija je bila bazirana na međudržavnim odnosima zemalja članica, a Regulativa je instrument supranacionalnog prava EU na temelju pravne stečevine i ovlasti koje Unija ima sukladno ugovorima na kojima je zasnovana. Uz to, budući da je Konvencija ukomponirana u Regulativu većina literature koja se odnosi na Konvenciju primjenjiva je i na Regulativu.

Za razliku od drugih regulativa EU Regulativa o stečajnim postupcima ne sadrži odredbe kojima se neko pravo definira, uvodi, propisuje, i sl., nego odredbe kojima se razrješava sukob pravnih propisa zemalja članica na području stečaja. Dakle, Regulativa gotovo uopće ne sadrži supranacionalna pravila uniformnog prava, već raspored i alokaciju pravnih odnosa konfliktnih nacionalnih zakona. Ona ne oslabljuje nego ojačava lokalne zakone, i izraz je pluralističkog (nasuprot monističkom) pogleda na europsko pravo, koji

[179] O temeljnim stupovima EU i legislativnom procesu u Uniji:
Key players in the EU legislative process, http://www.europacasino-es.com/sp/eur-lex/en/about/pap/process_and_players3.html (Pristupljeno 07.07.2008);
The ABC of Community Law, http://ec.europa.eu/publications/booklets/eu_documentation/02/txt_en.pdf (Pristupljeno 07.07.2008)

[180] Council regulation (EC) No 1346/2000 of 29 May 2000 on insolvency proceedings, Official Journal L 160, 30/06/2000, str. 1-18 http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32000R1346:EN:HTML (Pristupljeno 03.07.2008.)

prepoznaje različitosti kao pojavu koja se treba vrednovati, te se smatra „(…) važnim potpornjem pluralističkog europskog privatnog prava.“[181]

Kao takva Regulativa je odličan izraz složenosti međudržavnih odnosa članica EU i slika kompleksnog balansa s jedne strane između suverenosti i samostalnosti zemalja članica koje insistiraju na vlastitim pravnim tradicijama, i s druge strane nadnacionalnih ovlasti Unije i jednoobraznih tendencija.

Regulativa primjenjuje koncept *COMI* prema kojem je središte glavnog interesa pravne osobe u državi u kojoj je ta pravna osoba registrirana i gdje ima sjedište, osim ako postoje dokazi za suprotno. Ako je središte glavnog interesa u članici u kojoj se primjenjuje doktrina „siège réel“ (doktrina stvarnog sjedišta, koja nastoji suzbiti tzv. *Delaware efekt*[182] i prema kojoj nije bitno gdje je pravna osoba registrirana nego gdje obavlja većinu posla), a sjedište pravne osobe je u članici koja je priznaje ovu doktrinu, sudovi u obje države bi mogli prihvatiti nadležnost za glavni stečajni postupak. U tom slučaju priznaje se nadležnost suda koji prvi otvori postupak, a drugi sud nema pravo žalbe i mora prihvatiti jurisdikciju „bržeg“ suda.

Ukoliko je pravna osoba u formi holdinga (grupe) koji ima društva u više zemalja članica, tada se može otvoriti i više odvojenih glavnih stečajnih postupaka za svako društvo, a međunarodnu nadležnost imao bi sud u zemlji gdje je holding registriran. Nedostatak ovog rješenja je u tome što holding kompanija može izabrati državu registriranja prema kriteriju najnižih poreza, a da u navedenoj zemlji uopće nema značajnu poslovnu aktivnost.

Kao jedna od rijetkih uniformnih odredbi koja se ugrađuje u lokalne zakone uočava se ona kojom se sud (ili likvidator, ovisno o stečajnom sustavu) obvezuje kod otvaranja stečajnog postupka odmah obavijestiti sve poznate vjerovnike i u ostalim zemljama članicama Unije. Obavijest mora sadržavati vremenske rokove koje treba poštivati, mjesto i instituciju kojoj se prijavljuju potraživanja, kao i informaciju moraju li razlučni vjerovnici podnositi prijave ili ne.

---

[181] Bos, Titia M.; **The European Insolvency Regulation and the Harmonization of Private International Law in Europe**, Netherlands International Law Review, Volume 50, Issue 01, 2003., str. 57

[182] Preko 40% kompanija izlistanih na NYSE i preko 50% Fortune 500 kompanija registrirano je u državi Delaware zbog specfičnosti zakona te države. Iz: Deakin, Simon: **Legal Diversity And Regulatory Competition: Which Model For Europe?**, Centre for Business Research, University Of Cambridge Working Paper No. 323, 2006. http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP323.pdf (Pristupljeno 08.07.2008.)

Što se tiče nadležnosti Europskog suda pravde, pravna pitanja o interpretaciji Regulative mogu se uputiti ovom sudu tek nakon što je slučaj došao do najvišeg nacionalnog suda, čemu prethodi višegodišnji pravni proces na nižim nacionalnim sudovima. Stoga se ne može očekivati kako će Europski sud pravde često interpretirati Regulativu, jer prije toga određeni pravni spor mora proći kroz cijeli proces na nacionalnoj razini.

Regulativa se primjenjuje u svim zemljama članicama osim u Danskoj zbog specifične pravne stečevine EU, i to stoga jer Danska (uz Veliku Britaniju i Irsku) ima vlastiti protokol primjene Amsterdamskog ugovora, prema kojem se u Danskoj taj ugovor primjenjuje na specifičan način, te određeni njegovi elementi na Dansku nisu djelovali. Velika Britanija i Irska su formalno sudjelovale u prihvaćanju Regulative te su i one njome obvezane, no Danska nije te na Dansku Regulativa ne djeluje. No, i Danska je neformalno objavila kako želi sudjelovati i primjenjivati pravila Regulative[183].

Detaljnije razrade Regulative mogu se pronaći u literaturi[184].

2.8. Pravna praksa i politički elementi vezani uz stečajne postupke u Republici Hrvatskoj

Stečaj je svakako izvanredan događaj u životu trgovačkog društva. Njegova osobitost zahtijeva izvanredna rješenja i poseban način suočavanja s naslijeđem stečajnog dužnika. Nije jednostavno derogirati upravu društva i zamijeniti ju upraviteljem, prodati imovinu i

[183] O statusu Danske i nadležnosti Regulative kod Bos, Titia M.; **The European Insolvency Regulation and the Harmonization of Private International Law in Europe**, Netherlands International Law Review, Volume 50, Issue 01, 2003., str. 48-49

[184] Bos, Titia M.; **The European Insolvency Regulation and the Harmonization of Private International Law in Europe**, Netherlands International Law Review, Volume 50, Issue 01, 2003., str. 31-57

Goode, Royston; **Principles of Corporate Insolvency Law**, Sweet & Maxwell, 2005. Pregled dostupan na *Google books*: http://books.google.com/books?id=7yXwtkqqG4gC&hl=hr (Pristupljeno 03.07.2008)

Lechner, Roland; **Waking From The Jurisdictional Nightmare Of Multinational Default: The European Council Regulation On Insolvency Proceedings**, Arizona Journal of International and Comparative Law Vol 19, No. 3, 2002, str. 975 - 1024

Israel, Jona; **European Cross-Border Insolvency Regulation**, Intersentia NV, 2005. Pregled dostupan na *Google books*: http://books.google.com/books?id=sMK9Z3y3k6QC&hl=hr (Pristupljeno 03.08.2008)

razdijeliti ju vjerovnicima, te likvidirati poduzeće, odnosno analizirati mogućnost restrukturiranja i provesti proces sanacije. Stoga niti pravna procedura ne može biti sasvim jednostavna. No, to svejedno nije opravdanje za takvu razinu složenosti Stečajnog zakona da je on teško praktično neprimjenjiv bez opsežnijih tumačenja. Povrh svega, različiti stručnjaci i različite institucije ne tumače Stečajni zakon uvijek jednako, pa uopće nije čudno što tzv. obični građani i poduzetnici nisu upoznati s pravima i obvezama koje bi imali ukoliko njihov poslodavac ili poslovni partner padne u stečaj.

S druge strane, dobar stečajni zakon mora biti uglađen i fino uravnotežen između *jednostavnosti* (jasno definirana pravila koja omogućuju primjenu u velikom broju slučajeva i brzo postizanje efikasnog ishoda) i *prilagodljivosti* (specifične situacije u kojima se traži mogućnost adaptacije pravila). U pravosudnom sustavu koji je podložan pritiscima prilagodljivost treba biti ograničena kako bi se izbjegli problemi moralnog hazarda, korupcije, i sličnih izopačenja[185], no to često ide upravo na štetu jednostavnosti.

Dakle, kompleksnost pravne stečajne procedure u Hrvatskoj bi mogla biti posljedica izbjegavanja prilagodljivosti koja otvara prostor eventualnim malverzacijama u stečajnom postupku. Ne ulazeći u kriminološke dimenzije stečajnog postupka u Hrvatskoj, ipak se čini kako realnije objašnjenje kompleksnosti sustava leži u izvorištu Stečajnog zakona, odnosno u njemačkom originalu – u sustavnosti, strukturiranosti, i uređenosti njemačkog društva koje je produciralo takav Stečajni zakon. Bez želje za rangiranjem ili kvalitativnom usporedbom, treba reći kako su hrvatski mentalitet i kultura (pa stoga i pravni i stečajni sustav) u mnogočemu jednostavno *drugačiji* od njemačkog, te je za hrvatske potrebe takav opsežni zakon u pojedinim elementima potrebno pojednostaviti.

Najjednostavniji i najbolji test kvalitete stečajnog sustava, stečajnog zakona, i stečajnog pravosuđa u određenoj državi, pa tako i u Hrvatskoj, jest test uporabe, odnosno test korištenja. Ako trgovačka društva u poteškoćama, njihovi vjerovnici, i ostali interesenti za stanje dužnika ne koriste stečajnu proceduru, izbjegavaju je, i nastoje probleme riješiti na bilo kakav drugačiji način, samo ne u stečajnom postupku – to je očit znak kako sustav nije dobar.

Promatrajući poziciju uprave društva u poteškoćama, uprava će izbjegavati stečaj gotovo pod svaku cijenu ako se u stečajnom postupku društvo ne može rehabilitirati, ili je postupak restrukturiranja praktički skoro nemoguće primijeniti. Također, ako se u stečajnom

[185] Izopačenja u smislu pravosudnog sustava koji djeluje u suprotnom smjeru od svoje primarne svrhe – promocije pravde.

postupku menadžment društva automatski derogira, zamjenjuje, ili otpušta, te ako dioničarima u stečaju ne preostaje apsolutno ništa – isti taj menadžment koji djeluje s ciljem maksimizacije zadovoljstva dioničara (koji uostalom i postavljaju upravu, doduše posredno) neće imati apsolutno nikakvu unutarnju motivaciju da otvori stečaj.

Promatrajući vjerovničku poziciju, ukoliko stečajem vjerovnici gube redoslijed namirenja te se time ne ispunjavaju obećanja dana u vrijeme redovnog poslovanja, ukoliko se vjerovničke tražbine namiruju u minornoj proporciji, ili se namiruju nakon proteka vrlo dugog vremenskog razdoblja, ukoliko za vjerovnike u stečajnom postupku postoje brojni dodatni troškovi i procesna prolongiranja, i to kako bi dobili ono što im pripada „po pravdi“ – niti vjerovnici neće imati interesa za pokretanjem stečajnog postupka. Nastojat će svoj problem s dužnikom riješiti na bilo kakav drugačiji način.

Jasno, izbjegavanjem pravosudnog sustava isti taj sustav postaje manje opterećen, te zaposlenici tog sustava zbog toga i nisu osobito nezadovoljni. No, suci trgovačkih sudova i stečajni upravitelji nisu kreatori stečajnog sustava, već samo egzekutori pravila (tj. zakona i podzakonskih akata) koje donosi netko drugi, i oni ne smiju biti primarni adresati kritike. Čini se kako dizajneri stečajnog sustava u Hrvatskoj najviše računa vode o općoj formi zakona, a vrlo malo o praktičnom načinu provođenja. Može li se uopće jedan Stečajni zakon kojim se definira cjelokupni stečajni sustav u Hrvatskoj pripremiti u suradnji s praktičarima, ili samo pravni teoretičari i političari (koji prečesto imaju samo kratkoročne ciljeve u vidu) imaju beneficiju upliva u zakonodavni proces?

Također, opravdano je zapitati se je li kompleksnost zakona i procedure u Hrvatskoj možda namjerno izazvana kako bi se stvorila podloga za kontradiktorne pravne radnje, i to primjenom teško razumljivog zakona kojeg je na određenim mjestima moguće tumačiti na više načina, odnosno koji otvara prostor za mogućnost zlouporabe službenih položaja? Što je neki zakon složeniji manji će krug osoba poznavati njegove detalje i rješenja. U suprotnom, što je pravni propis jednostavniji i jasniji i šira će javnost bolje poznavati svoja prava. Stoga će gospodarstvenici manje poznavati i koristiti pravne opcije ukoliko je zakon koji te opcije opisuje kompleksan i teško razumljiv, a netko drugi tko ove pravne mogućnosti poznaje može to iskoristiti.

Pojednostavljenje stečajnog zakona donosi i direktne ekonomske koristi. Ying (1996.)[186] je prikazao kako simplifikacija stečajnog zakona koja donosi i pojeftinjenje stečajnog postupka povećava ponudu kredita. Naime, Ying pokazuje kako racioniranje kredita (razlika između odobrenog i zatraženog kredita) značajno raste s povećanjem troška stečajnog postupka, čime je prezentirana direktna veza između obujma kreditiranja i složenosti procedure stečajnog postupka. Empirijska promatranja upravo potvrđuju ovaj efekt, jer se u SAD-u nakon amandmana Stečajnog zakona 1994. i pojednostavljenja stečajne procedure povećalo kreditiranje malih poduzeća.

U Hrvatskoj, s druge strane, možemo promatrati stečajni postupak koji je hibrid njemačkih rješenja i pojedinih hrvatskih transformacija i intervencija u izvorna njemačka rješenja. Pri tome riječ 'hibrid' ne treba čitati u pejorativnom obliku, jer nije razumno transferirati opsežne zakone iz inozemstva bez nužnih modifikacija zbog lokalnih specifičnosti. No, razdoblje pripreme za uvođenje potpuno novog Stečajnog zakona kojim se sasvim izmijenio koncept stečajnog postupka u Hrvatskoj trajalo je *pola* godine (SZ je donesen 05.05.1996. a stupio je na snagu 01.01.1997.), dok je u Njemačkoj priprema za uvođenje tog istog zakona trajala *pet* godina, tijekom kojih su se obučavali sudionici za sudjelovanje u novom stečajnom postupku.

Prilikom uvođenja novog stečajnog sustava u Hrvatskoj niti je bilo edukacije, niti su bili doneseni nužni pravilnici bez kojih se ne može raditi, niti je postojao računalni softver za posebni upisnik stečajeva[187]. Sudska procedura značajno se unaprjeđuje ako su suci kvalificirani: seminari, 'treninzi', i razni drugi oblici edukacije u svijetu su široko rasprostranjeni. Od Argentine, Dominikanske Republike, Ekvadora, Moldavije, Nepala, do Tajlanda – postoje brojni primjeri država u kojima postoji sustav obrazovanja sudaca u komercijalnim parnicama, a nekoliko je država osnovalo i institute za obuku sudaca u gospodarskim procesima. U SAD-u se godišnje potroši oko 17 milijuna US dolara na obuku sudaca za vođenje gospodarskih procesa, u Nizozemskoj 20 milijuna, a u Francuskoj 23

[186] Ying Yan: **Credit Rationing, Bankruptcy Cost, and Optimal Debt Contract for Small Business**, Finance 9612003, EconWPA, 1996. Internet: http://ideas.repec.org/p/wpa/wuwpfi/9612003.html (Pristupljeno 13.05.2008)

[187] Šepić, Nenad; **Izmjene Stečajnog zakona u funkciji bržeg ostvarivanja ciljeva stečajnog postupka**, Ovrha i stečaj u gospodarskoj i sudskoj praksi, Inženjerski biro, Zagreb, 1999., str. 91-92

milijuna dolara[188]. U Hrvatskoj, nažalost, čini se kako još nije dozrela politička klima koja bi izdvojila velika sredstva za ovakve projekte koji donose tek dugoročne efekte.

Gotovo je nevjerojatan način na koji se donose ključni zakoni u Republici Hrvatskoj, te koliki je opseg političkih intervencija u pravni sustav, pa tako i u sustav trgovačkog pravosuđa koji upravlja stečajevima. Stečajni zakon je jedan od temeljnih zakona izuzetno bitnih za funkcioniranje gospodarstva, a njegove izmjene i dopune bile su prečesto stihijske, učinjene na brzinu, bez konzultacija sa stručnjacima i praktičarima. Sucima, upraviteljima, i ostalim sudionicima u provedbu se daje zakon pun nedorečenosti i loših rješenja, a potom političari (a za njima i široka javnost) bez ustručavanja prozivaju pravosuđe za inertnost, sporost, neučinkovitost, itd. Valja uvijek imati na umu da će stečajni postupak biti dobar, efikasan i kvalitetan u onolikoj mjeri koliko je proces donošenja zakona bio temeljit, promišljen, i usklađen s mišljenjima stručnjaka i teoretičara, ali prije svega praktičara[189].

Kod izmjena i dopuna Stečajnog zakona 2006. godine Garašić komentira način na koji je zakon donesen, i kako se interveniralo u njegov sadržaj:

„Preostaje samo da se izrazi čuđenje nad hrabrošću kojom je uži kabinet Vlade nametnuo zakonska rješenja na području na kojem nema dovoljno stručnog znanja i iskustva, i kojom se usudio ignorirati mišljenje onih koji ta znanja i iskustva imaju. Kao da se ispustilo iz vida koliko su dobra i promišljena rješenja u stečajnom pravu važna za gospodarstvo i pravosuđe.“[190]

Posljedice ovakvih intervencija snosi prije svega pravosudni sustav koji nedorečene zakone mora primjenjivati i njima se rukovoditi, a ne oni koji su takav zakon pripremili i donijeli. Svjedoci smo kako se u postupku pregovora s Europskom unijom upravo pravosuđe često ističe kao objekt prijepora, no brojni problemi u pravosudnom sustavu, pa tako i u

[188] Izvor: Grupa autora: **Doing business in 2004: Understanding Regulation**, A copublication of the World Bank, the International Finance Corporation, and Oxford University Press, World Bank, Washington, 2004., str. 52. Komparativni podaci za Hrvatsku nisu pronađeni.

[189] Također valja uzeti u obzir i sociološku perspektivu: stečajni (odnosno pravosudni) sustav dio je sveukupnog društva, i biti će dobar onoliko koliko i društvo koje ga stvara. Ne može se očekivati da će stečajni (odnosno pravosudni) sustav biti bolji, kvalitetniji, efikasniji, efektivniji, produktivniji, i konačno pravedniji od društva koje ga kreira.

[190] Garašić, Jasnica: **Završno ročište u stečajnom postupku**, Četvrta novela stečajnog zakona, Narodne novine, Zagreb, 2006, str. 270

stečajnom sustavu, posljedica su prije svega neprestanih intervencija političkog sustava, i to na svim razinama, a tek nakon toga može se govoriti o niskoj produktivnosti, slaboj efikasnosti, visokim troškovima, i o drugim poteškoćama u stečajnom sustavu.

Također, zbog strukturne, ukorijenjene, i široko raširene insolventnosti stečajevi se godinama uopće nisu sustavno provodili, već su bili objektom političkih previranja i interesa, a jedino o čemu se barem koliko-toliko vodilo računa jest očuvanje radnih mjesta. Linić na konferenciji „Stečaj kao investicijska prilika“[191] navodi upravo ove probleme, te ističe kako u Hrvatskoj cijelo vrijeme postoje loš rad pravosuđa i neefikasna sudska i izvršna vlast.

Nažalost, ovaj politički moment nezaobilazan je u diskusiji o stečajevima u Hrvatskoj, a osobito kad se razmatraju mogućnosti restrukturiranja. Naime, restrukturiranje u stečaju odnosno rehabilitacija dužnika treba se provoditi na racionalno – ekonomskim temeljima, i to tek nakon provedene analize izvedivosti, a ne prema unaprijed donesenoj kratkoročno-politički motiviranoj odluci. Konkretno: nije razumno unaprijed odlučiti da će neki dužnik biti saniran samo zato što zapošljava određen broj radnika. Dubinskom analizom održivosti poslovanja dužnika treba uvidjeti postoji li realno opravdanje za njegovo restrukturiranje i koji su izgledi za njegov uspjeh. Nastavak poslovanja mora biti opravdan na temelju racionalno-ekonomskih činjenica. Ne postoji apsolutno nikakav razlog zbog kojeg bi država garantirala za obveze nekog trgovačkog društva i uvijek iznova sanirala njegove gubitke, ukoliko se pokazuje da za to nema nikakvog racionalnog i ekonomskog obrazloženja. Taj novac poreznih obveznika (naš novac!) mudrije i efikasnije je iskoristiti za edukaciju i prekvalifikacije radnika, a dužnika valja likvidirati i rasteretiti njegove poslovne partnere i njegovo okruženje od bremena neizvjesnosti i nestabilnosti.

Treba reći i kako Hrvatska nije u pitanju političkih intervencija originalna – i u svijetu je sasvim rašireno spašavanje velikih dužnika. To se čini iz strateških razloga, ili zbog strukturnih tektonskih poremećaja u gospodarstvu do kojih bi došlo u slučaju stečaja velikog dužnika, no također i zbog kratkoročnih politički motiviranih razloga. I u takvim slučajevima treba prethoditi ekonomska analiza, i mora postojati racionalno opravdanje za spašavanje velikih dužnika, te se novac poreznih obveznika ne smije koristiti za površinsko saniranje, već za restrukturiranje u stečaju u pravom smislu riječi.

[191] Izvještaj sa konferencije kod Cvijanović, V.; **Konferencija “Bankruptcy as Investment Opportunity”**, Ekonomski pregled, 54 (1-2), 2003, str. 215-217

Dakle, restrukturiranje u stečaju ne bi smjelo biti objekt političke intervencije, već uvijek posljedica objektivne ekonomske analize opravdanosti nastavka poslovanja stečajnog dužnika.

U procesu prilagodbe propisima EU ostaje za vidjeti kako će se sprovesti opsežna reforma pravosuđa u području trgovačkog pravosuđa koje se bavi stečajevima, te se valja nadati kako će barem pojedine sustavne pogreške i manjkavosti biti korigirane. Ne treba čekati strukturnu krizu stečajnog sustava, no i u krizi valja imati na umu kako je ona uvijek dobar temelj za reforme, jer se u izvanrednim situacijama često poduzimaju upravo oni koraci koji su inače nužni, ali ih blokiraju određeni politički interesi. Primjerice, financijska kriza u Aziji krajem 1990-tih i početkom tisućljeća (prosjek udjela nelikvidnih tvrtki u pet zemalja JI Azije iznosio je čak 63%, a u istim zemljama prosječno je 31% društava završilo u stečaju[192]) velikim je dijelom bila posljedica neadekvatnih stečajnih sustava, te su pod teretom krize ključne interesne grupe konačno morale provesti reforme stečajnih sustava koje su bile na čekanju zbog političkih prepreka.

[192] Stiglitz, Joseph; **Bankruptcy Laws: Basic Economic Principles**, Resolution of Financial Distress – An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws, World Bank Institute, Washington, 2001., str. 1

3. Ekonomski aspekti stečaja

Smrt je posljednja granica svih pojava u prirodi.
Horacije, rimski pjesnik (65 – 8 pr. Kr.)

(Stečaj je posljednja granica svih pojava u ekonomiji. D. S.)

Općenito uzevši, ekonomija (tj. ekonomska znanost) prožima sve elemente trgovačkog društva koje je u stečaju ili kojemu prijeti stečaj, dok je procedura prije otvaranja stečaja i tijekom njega detaljno uređena zakonima i predmet je pravnih znanosti. Ekonomske aspekte stečaja zahtjevno je i gotovo nemoguće izolirati jer obuhvaćaju apsolutno sve što se tiče poslovanja trgovačkog društva, prije samog stečaja, tijekom stečaja, i nakon zaključenja, i to s različitih ekonomskih razina (npr. s financijske, računovodstvene, mikroekonomske, makroekonomske, poduzetničke, itd.), a to poslovanje uređeno je zakonskim okvirima. Može se reći kako su ekonomski aspekti stečaja svi oni elementi koji nisu primarno podložni pravu i pravnoj proceduri, nego prije svega poslovanju trgovačkog društva ili trgovca pojedinca. To je stoga jer nije uvijek moguće razdijeliti ekonomske od pravnih aspekata stečaja[1].

Stečajna procedura koju propisuje pravo trebala bi maksimizirati ekonomsku vrijednost imovine dužnika, bio on u stečaju ili pred stečajem. Pravnim se procesima nastoji zadržati ili ako je moguće povećati ekonomska vrijednost imovine dužnika, i to kako bi se vjerovnici namirili kroz brzu i efikasnu likvidaciju, ili kako bi restrukturiranjem u stečaju bili sanirani dugovi i opstalo poduzeće.

Tri su ključna ekonomska principa stečajeva prema Stiglitzu (2001.)[2]. „Prvo, centralna uloga stečaja u modernim kapitalističkim gospodarstvima jest *promocija reorganizacije*.“[3]

[1] No, upravo u tome se i sastoji privlačnost i izazov interdisciplinarnosti.

[2] Stiglitz, Joseph; **Bankruptcy Laws: Basic Economic Principles**, Resolution of Financial Distress – An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws, World Bank Institute, Washington, 2001., str. 2-4

Pod reorganizacijom ovdje se podrazumijeva restrukturiranje, kako u stečaju tako i izvan stečaja (s ciljem izbjegavanja stečaja). Restrukturiranje se, dakle, smatra **prvim ključnim ekonomskim principom stečaja**.

Moderni se kapitalizam ne bi mogao razviti da nije bilo koncepta ograničene odgovornosti, a ograničena odgovornost sa sobom neizbježno nosi i ideju stečaja. U mnogim državama svijeta, pa tako i u Hrvatskoj, stečaj se više ne izjednačava sa likvidacijom, sa „smrću" trgovačkog društva, te stečaj nije i ne mora biti posljednja granica svih pojava u ekonomiji. Likvidacijom se nepovratno uništava dio vrijednosti (katkad i sva vrijednost) trgovačkog društva, dok se restrukturiranjem bar dio te vrijednosti uspijeva sačuvati. Stoga treba razvijati i osvješćivati postojanje i prepoznavanje poštenih stečajnih dužnika, te promicati restrukturiranje održivih dužnika kao način očuvanja mjerljivih i nemjerljivih vrijednosti u društvu.

Drugi ekonomski princip stečajeva podrazumijeva *diferenciranost stečajnih zakona od države do države*. Ne postoji univerzalni i jedinstveni stečajni zakon, rješenje koje bi bilo primjenjivo, korisno, i kvalitetno za sve države svijeta (ili bar kontinenta, npr. Europe). Svaki stečajni režim nastoji na svoj način (vodeći računa o lokalnim specifičnostima) uskladiti nekoliko ciljeva stečaja, od kojih se ističu dva: a) zaštita vjerovničkih prava, i b) zaštita održivih dužnika od prerane likvidacije. „Stečajni se zakoni trebaju krojiti prema svakoj individualnoj državi, i prema okolnostima u kojima se ta država nalazi (…)"[4] – smatra Stiglitz, stoga i nije najmudrije rješenje prevesti cijeli zakon i transferirati ga kao što je to učinjeno s hrvatskim stečajnim zakonom, nego valja voditi računa o ovdašnjim posebnostima i osloboditi se fiksacije njemačkim uzorom.

I konačno treće, *ne postoji niti jedan stečajni zakon koji je nedvosmisleno dobar za svakoga u društvu*. Premda se općenito preporučuje kako stečajni zakon ne bi smio biti ni oštar s dobrim dužnicima niti popustljiv prema lošima, nigdje u svijetu takav neutralni stečajni zakon koji bi postigao Pareto efikasnost ne postoji. Pojedinci i pojedine grupe (npr. banke, radnici, menadžment, itd.) imaju bolji tretman, odnosno bolje prolaze pod jednim

[3] Stiglitz, Joseph; **Bankruptcy Laws: Basic Economic Principles**, Resolution of Financial Distress – An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws, World Bank Institute, Washington, 2001., str. 2

[4] Stiglitz, Joseph; **Bankruptcy Laws: Basic Economic Principles**, Resolution of Financial Distress – An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws, World Bank Institute, Washington, 2001., str. 3

zakonom nego pod drugim. No postoji i naličje svakog favoriziranja: zaštita dužnika u stečaju s druge strane nosi više troškove financiranja u redovnom poslovanju (veći rizik nenamirenja u stečaju vjerovnici prebacuju na dužnike, kao veće troškove zaduženja za sve), a zaštita vjerovnika često dovodi do nepotrebnih likvidacija koje su se mogle izbjeći, čime se uništava vrijednost za društvo i gospodarstvo u cjelini.

Ipak, premda u svijetu nema neutralnog stečajnog zakona, efikasni stečajni sustavi itekako postoje (Finska, Norveška, Nizozemska, itd.). U stečaju je osobito bitna upravo efikasnost, i ona se promatra s više razina. Efikasnost je sposobnost postizanja rezultata, djelotvornost, uspješnost u postizanju ciljeva stečaja. Detaljnije je obrađena u 3.1.

Slijedeći bitan ekonomski aspekt stečaja odnosi se na **poduzetništvo**. Otvaranje trgovačkog društva (poduzeća), i započinjanje vlastitog posla uvelike ovisi i o stečajnom sustavu. Ako je stečajni sustav tako uspostavljen da pošteni dužnik u stečaju gubi sve, i materijalnu i nematerijalnu imovinu (tj. ugled, itd.), te ako su nakon stečaja potrebne godine i godine kako bi se dužnik od stečaja oporavio, relativno malen broj osoba će uopće htjeti postati poduzetnicima i započeti vlastiti posao. Prijetnja neuspjeha koji nije samo promašaj već i katastrofa često je prevelika da bi se pojedinci odvažili na pokretanje vlastitog posla.

Uz to, malo je vjerojatno da će u takvom stečajnom sustavu poduzetnici koji su prošli kroz stečaj poželjeti ponovno pokrenuti novi, drugi posao. Trauma stečaja može biti presnažna i može potpuno uništiti motivaciju za poduzetništvom, a upravo stečajni sustav definira veličinu te traume i mogućnost novog početka.

Moderni stečajevi se baziraju na *teoriji nepotpunih ugovora*[5]. Naime, potpuni bi ugovor specificirao svaki čin kojeg treba poduzeti u svakoj mogućoj situaciji. Stoga bi u potpunom ugovoru bilo savršeno jasno što, kome, i koliko pripada u stečaju. U potpunom ugovoru ne postoje nepoznanice niti neizvjesnosti u pogledu namirenja bilo kojeg potraživanja, a osim potraživanja nema nejasnoća niti oko pozicije menadžmenta (hoće li biti smijenjeni ili će ostati), pa čak niti oko namirenja nižih isplatnih redova. Slijedom ovoga ne bi

[5] Više o teoriji nepotpunih ugovora kod:

a) Hart, Oliver; **Incomplete Contracts and the Theory of the Firm**, Journal of Law, Economics & Organization, Vol. 4 Issue 1, 1988, str. 119

b) Brynjolfsson, Erik; **An incomplete contracts theory of information, technology and organization**, Massachusetts Institute of Technology (MIT), Sloan School of Management, Working papers No. 126, 1991. http://ideas.repec.org/p/mit/sloanp/2398.html (Pristupljeno 04.03.2008)

bilo potrebe za sudskom instancom jer bi se ugovori u stečaju automatski izvršili, a svakoj bi ugovornoj strani pripalo upravo onoliko koliko je ugovorom propisano. Sudionici se u potpunosti mogu osloniti na ugovore i jasno znaju što mogu očekivati.

Očito je zašto je potpuni ugovor nemoguć: specificiranje takvog ugovora bilo bi iznimno skupo, vremenski zahtjevno, često neizvedivo, a i kada novac ne bi bio prepreka bilo bi vrlo teško pomiriti kompleksne interese svih sudionika.

Budući da postoje transakcijski troškovi koji nikako nisu zanemarivi, svakodnevno se potpisuju nepotpuni ugovori, te ovdje dolazi do izražaja uloga države. Zakon popunjava „rupe“ u ugovorima i propisuje stečajna pravila, pri čemu valja upozoriti da je stečajni zakon *uvijek iznad svakog ugovora* (za razliku od nekih drugih zakona, gdje potpisnici mogu ugovoriti i drugačija pravila od onih propisanih odnosnim zakonom), i da se niti jednim ugovorom ne mogu pojedine odredbe stečajnog zakona isključiti ili staviti van snage[6].

Ekonomski aspekti stečaja mogli bi se strukturirati na više načina, no najlogičnijim i najsvrsishodnijim čini se uobličavanje ekonomskih aspekata prema vremenu nastanka. Dakle, prema vremenu nastanka mogu se istaknuti slijedeći ekonomski aspekti:

1. ekonomski aspekti u fazi akumulacije poslovnih poteškoća,
2. ekonomski aspekti u fazi imanentne opasnosti od stečaja,
3. ekonomski aspekti stečajne procedure, i
4. ekonomski aspekti nakon zaključenja stečaja.

U 3.2. do 3.5. specificirat će se svaki od navedena četiri ekonomska aspekta stečajeva.

3.1. Efikasnost u stečaju

Kao što je rečeno, efikasnost u stečaju predstavlja uspješnost u postizanju različitih ciljeva stečajnog postupka. Jedan od ciljeva stečajnog sustava je i smanjenje kamatnih stopa na tržištu, čime dužnici mogu doći do jeftinijih sredstava, a što se postiže smanjenjem rizika pozajmljivanja. Vjerovnicima, tj. bankama je vrlo važno da su jasno njihova potraživanja jasno definirana, kako u stečaju, tako i izvan njega. Ukoliko su pravila namirenja u stečaju nejasna, ili se njihova praktična provedba ne podudara sa prethodno ugovorenim ili zakonom

[6] Npr. u hrvatskom SZ, čl. 126: „Ugovorne odredbe kojima se unaprijed isključuje ili ograničava primjena odredaba ovoga Zakona bez pravnoga su učinka.“

propisanim odredbama, tada će cijenu ovog rizika plaćati zajmoprimci (i to u pravilu svi, ne samo loši), a ne zajmodavci. Dakle, efikasan stečajni sustav vodi k smanjenju rizika pozajmljivanja, čiju cijenu plaćaju dužnici, pa se time snižavaju i kamatne stope na tržištu.

U stečaju razlikujemo *ex-ante* (prethodnu) i *ex-post* (naknadnu) efikasnost. Tijekom posljednjih godina može se promatrati transfer akademskog interesa sa naknadnih reakcija i postupaka nakon otvaranja stečaja na prethodnu efikasnost na prevenciju i pitanja *ex-ante* efikasnosti[7].

Dobar stečajni režim trebao bi biti *ex-ante* efikasan, što znači da bi prevenirao:

- kod menadžera i dioničara – uzimanje nerazumnih zajmova, i
- kod zajmodavaca – davanje zajmova koji nose veliku vjerojatnost ogluhe, odnosno rizik neurednog servisiranja.

Kako bi stečaj bio *ex-ante* efikasan zajmodavac treba provoditi tzv. *screening* – intenzivno promatranje, analizu i odabir zajmoprimca, kako bi se ispunile dvije funkcije:

1. plasman kapitala u najisplativije projekte, pri čemu se uviđa kako zajmodavci najčešće ne traže maksimiziranje prinosa investicije (odnosno novčanih tijekova iz zajmoprimčevog projekta), već samo vlastitih očekivanih prihoda; i
2. plaćanje kamatne stope koja je primjerena razini rizika, što upotpunjava prethodnu funkciju.

Bez diferencijacije na osnovi rizika svi će zajmoprimci biti tretirani jednako, a bez selekcije isplativih projekata sredstva će se neefikasno koristiti. Velik napredak na području *ex-ante* efikasnosti učinjen je kao posljedica implementacije Basel II međunarodnih bankarskih standarda, koji zahtijevaju osjetljivost na rizik kod alokacije kapitala, razdvajanje i kvantifikaciju operativnog i kreditnog rizika, i reduciranje regulatorne arbitraže. Uvođenjem principa Basela II banke oštrije vrednuju potencijalne zajmoprimce što se može promatrati na

[7] opširnije kod Finch, Vanessa; **The Recasting of Insolvency Law**, Modern Law Review, Volume 68, Issue 5, 2005., str. 713-736

primjeru Njemačke: 60% njemačkih stečajnih upravitelja kao najvažniji eksterni uzrok stečajeva u Njemačkoj smatra negativan utjecaj Basela II na mogućnosti financiranja[8].

Stečajevi sami po sebi nisu poželjna pojava, te se inflacija stečajeva nakon implementacije Basela II može činiti negativnom posljedicom, no ovo valja promatrati kao filtraciju neefikasnih poduzeća koja više nisu u stanju ispuniti kompleksne uvjete suvremenog poslovanja. U svakom slučaju Basel II je učinio velik doprinos u razvoju i evaluaciji modela kreditnog rizika, a posljedica toga su kvalitetniji i sofisticiraniji modeli i tehnike procjene rizika stečaja.

Osim navedenoga, *ex-ante* analiza promatra sve što se može učiniti dok nad trgovačkim društvom još nije pokrenut stečaj. Općenito se smatra kako je prethodna analiza superiorna[9], jer je naknadna analiza samo instrument kako bi se unaprijedila prethodna analiza, odnosno kako do stečaja ne bi ni došlo (ukoliko je to moguće).

Pored prethodne efikasnosti dobar stečajni režim trebao bi biti i *ex-post* efikasan, što znači da bi stečajni dužnik u postupku trebao postići najvišu moguću vrijednost. To znači da se dužnik može zatvoriti (likvidirati), prodati u dijelovima ili u cjelini, ili restrukturirati, no u svakom se slučaju treba postići najveća moguća vrijednost za vjerovnike, dužnika, radnike, dioničare, i druge interesente.

Uz prethodnu analizu (*screening*) potrebno je provoditi i *monitoring* – nadgledanje, superviziju, kontrolu uporabe sredstava. Ne smije se dopustiti da novac odobren za točno određeni specifični projekt bude utrošen negdje drugdje.

Uz kontrolu plasmana *ex-post* analiza razmatra što se događa sa dužnikom koji je već u stečaju. Drugim riječima, *ex-ante* analiza provodi se u vremenu pozajmljivanja sredstava i investicijskih odluka, dok se *ex-post* analiza provodi u vremenu krize, odnosno stečaja.

Kao što je vidljivo, i *ex-ante screening* i *ex-post monitoring* mora provoditi zajmodavac. Dakle, teret je na potencijalnim stečajnim vjerovnicima, a time što ih se

[8] Euler Hermes Kreditversicherung, Center for insolvency and reorganisation at the University of Mannheim (2006): **Ursachen von Insolvenzen - Gründe für Unternehmensinsolvenzen aus der Sicht von Insolvenzverwaltern**, str. 7

[9] npr. Knot, Ondrej; Vychodil, Ondrej; **Czech Bankruptcy Procedures: Ex-post Efficiency View**, Working Papers IES 2006/03, Charles University Prague, Faculty of Social Sciences, Institute of Economic Studies, 2006., str. 6-7.
Internet: http://ideas.repec.org/p/fau/wpaper/wp2006_03.html (Pristupljeno 13.05.2008.)

opterećuje ovim zahtjevima unaprjeđuje se efikasnost kako stečajnih postupaka, tako i kreditnog procesa općenito. „Pitanja plasmana sredstava – od toga tko dobiva zajmove, do toga kako se oni koriste – su ključna.“[10] Selekcijom zajmoprimaca i naknadnom kontrolom utječe se na formiranje odnosa dužnika i vjerovnika, što u konačnici i determinira opseg mogućnosti u stečajnom postupku. Dužnik mora steći povjerenje vjerovnika, a bez tog povjerenja ishod stečaja će najčešće biti likvidacija.

Element kojeg svakako valja uzeti u obzir je i *asimetričnost informacija*; postoje razlike u uvjerenjima i poznavanju okolnosti nastanka događaja koji utječu na profitabilnost dužnika. Klasičan je primjer razlika u optimizmu između poduzetnika i kreditora u pogledu perspektive poduzeća. Upravo zbog toga što sve strane u stečajnom procesu nemaju istu razinu količine informacija dolazi do razmimoilaženja i nesuglasica oko uzroka i ishoda stečajnog postupka.

3.2. Faza akumulacije poslovnih poteškoća

Poslovne poteškoće mogu ali i ne moraju rezultirati stečajem. Faza akumulacije poslovnih poteškoća je ona u kojoj je prethodno *mogu* još relativno daleko od transformacije u *moraju*. To je prvo i najranije razdoblje u kojem se provjerava u kojem opsegu trgovačko društvo može tolerirati i amortizirati financijske udarce.

Mnogo je napora uloženo u kreiranje raznih modela predviđanja poslovnih poteškoća koji bi interesentima ponudili manje ili više jasan odgovor kreće li se određena tvrtka prema stečaju ili ne. Svakako, sasvim je jasno kako se stečaj ne događa odjednom, naglo i potpuno neočekivano. Postoji određena progresija i postupnost nadiranja poteškoća koje rezultiraju stečajem. Upravo kako bi se uočili stečajni signali što ranije, što je osobito važno zajmodavcima radi preispitivanja kreditne sposobnosti potencijalnog zajmoprimca u kontekstu urednog servisiranja razmatranog duga, razvila se plodna grana ekonometrije koja nastoji što je moguće bolje i ranije predvidjeti poslovne poteškoće kod određenih poslovnih

[10] Stiglitz, Joseph; **Bankruptcy Laws: Basic Economic Principles**, Resolution of Financial Distress – An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws, World Bank Institute, Washington, 2001., str. 10

subjekata. Odličan pregled ekonomsko-statističkih modela kojima su analizirane poslovne poteškoće tijekom proteklih 35 godina sumirali su Balcaen i Ooghe (2006.)[11].

Ako se utvrdi kako je stečaj izgledan ishod trenutnog poslovanja može se pristupiti restrukturiranju izvan stečaja, te izvesti redefiniranje i veću ili manju preobrazbu poduzeća, te ga pokušati vratiti na stazu uspjeha, odnosno redovnog poslovanja. Tada se može govoriti o uspješno izbjegnutom stečaju koji se srećom nije ni dogodio. Stečaj je ovdje bila samo realna mogućnost koja je pravovremenim djelovanjem izbjegnuta, što se može učiniti u razdoblju akumulacije poslovnih poteškoća, i to više ili manje opsežnim (ovisno o opsegu poslovnih poteškoća) restrukturiranjem izvan stečaja.

Fitzpatrick (1934)[12] je opisao pet stadija koji vode do stečaja, a navedenih pet stadija aktualno je danas jednako kao i 1934. kada ih je Fitzpatrick opisao. Ovi stadiji su:

1. inkubacija,
2. financijske neugodnosti,
3. financijska insolventnost,
4. potpuna insolventnost, i
5. potvrđena insolventnost.

Ekonomski aspekti u razdoblju akumulacije poslovnih poteškoća obuhvaćaju prva dva od ovih pet stadija.

U razdoblju inkubacije „potiho i podmuklo“[13] razvijaju se nepovoljni elementi poslovanja. Oni mogu biti duboko ukorijenjeni i napredovati vrlo sporo, te mogu proći sasvim nezamijećeno. Smatra se kako su glavni uzroci neprimjećivanja poteškoća koje se razvijaju doslovno pred očima onih koji bi ih trebali uočiti (a ne vide ih) upravo njihovo neiskustvo, neznanje, i nepripremljenost. U trenutku kada menadžment napokon sazna za njih može ih nastojati sanirati i popraviti situaciju, ali može i odbijati prihvatiti istinu i ponašati se kao da

[11] Balcaen, Sofie; Ooghe, Hubert; **35 years of studies on business failure: an overview of the classic statistical methodologies and their related problems**, The British Accounting Review, 38 / 2006, str. 63–93

[12] Fitzpatrick, Paul J.; **Transitional Stages of a Business Failure**, The Accounting Review, Vol. 9, No. 4, 1934., str. 337-340

[13] Fitzpatrick, Paul J.; **Transitional Stages of a Business Failure**, The Accounting Review, Vol. 9, No. 4, 1934., str. 337

se ništa posebno ne događa[14], uz nerealno mišljenje kako će se problemi razriješiti sami od sebe.

U fazi financijskih neugodnosti još se uvijek ne mora smatrati da je poduzeće istinski „bolesno“, već može doći do kratkotrajnih nelagodnosti u smislu nemogućnosti trenutnog podmirenja dospjelih obveza, ali ne radi strukturne insolventnosti već stoga što je imovina vezana uz npr. vrijednosne papire i nije dovoljno likvidna kako bi se u kratkom roku podmirile obveze. Unatoč kratkoročnoj krizi poduzeće može biti sasvim 'zdravo', a njegovi vjerovnici mogu mu izaći ususret i odobriti kratkoročnu odgodu plaćanja. U Hrvatskoj se smatra potpuno normalnim kašnjenje plaćanja od nekoliko dana, pa čak i tjedana, a kraća se kašnjenja često čak i podrazumijevaju. Bitno je da se obveze u konačnici podmire, pa makar to bilo i nešto kasnije.

No, ukoliko društvo redovno i često nije u stanju podmiriti dospjele obveze na vrijeme, te uvijek iznova traži odgodu plaćanja, to je znak kako je financijski menadžment neadekvatan ili jednostavno loš, a poslovni partneri mogu izgubiti strpljenje i raskinuti poslovne sveze s dužnikom[15]. Dakle, pojedinačna kašnjenja i kratkoročne insolventnosti daju se tolerirati, ali uzorak kašnjenja s plaćanjem koji se neprestano ponavlja može ukazivati kako poduzeće ima ozbiljnijih poteškoća.

Bitno je istaći kako razdoblje akumulacije poslovnih poteškoća vrlo često prođe nezapaženo, te kako svako društvo u stečaju ima svoju vlastitu grupu razloga i uzroka stečaja. Potrebno je stoga s vremena na vrijeme provoditi 'sistematski pregled' trgovačkog društva te ustrojiti adekvatnu unutarnju i vanjsku kontrolu, kako bi interni i eksterni stručnjaci iznijeli svoj sud o stanju i smjeru poslovanja društva. Menadžment je često slijep pred vlastitim pogreškama (osim ako ih ne čini namjerno, a tada se radi o nepoštenom ili prijevarnom stečaju) te mu je potrebit eksterni korektor.

Valja redovno analizirati poslovanje, provodeći i jednostavnije oblike analize (npr. analiza financijskih omjera), kao i one kompleksnije (npr. anketa radnika, usluge konzaltinga,

[14] Fitzpatrick pritom zgodno navodi primjer noja koji je zabio glavu u pijesak.

[15] Može se navesti primjer Karlovačke pivovare i trgovačkog lanca Konzum. Konzum je poznat kao „kasni platiša“, što si može priuštiti zahvaljujući tržišnoj poziciji i veličini. No, 2007. godine u Karlovačkoj su pivovari izgubili strpljenje zbog neprestanih kašnjenja u plaćanju i povukli su svu svoju robu iz navedenog trgovačkog lanca. Kada bi više velikih Konzumovih partnera učinilo to isto on bi se vrlo lako mogao naći u iznimno teškom položaju.

revizije, itd.), jer je najvažnije otkriti problem što ranije kako bi se mogao sanirati u trenutku kada šteta još nije prouzročena ili je ona još relativno mala.

3.3. Faza imanentne opasnosti od stečaja

Postoji relativna neodređenost u pogledu vremenskog perioda u kojem se ova faza događa, a to je stoga što se ovo razdoblje terminski ne može jednostavno definirati. Ono počinje od trenutka u kojem je dužnik postao svjestan (ili je to u datim okolnostima morao biti) kako je stečaj vrlo izgledan i kako će ga iznimno teško izbjeći ukoliko ne učini radikalne poteze, odnosno ukoliko se ne restrukturira.

Promatrajući prethodno navedene Fitzpatrickove stadije prije stečaja ova faza obuhvaća financijsku i potpunu insolventnost.

Financijska se insolventnost događa kada financijske neugodnosti prerastu u pojavu koja se ne da riješiti u uobičajenom načinu poslovanja. Menadžment tada poduzima izvanredne mjere koje mogu biti u suprotnosti sa dotadašnjom poslovnom politikom i strategijom. Mogu se angažirati eksterni stručnjaci, pa čak i odbor vjerovnika, koji će nastojati restrukturirati dužnika i sanirati njegova dugovanja.

Ukoliko nastojanja menadžmenta iz prethodne faze ne urode plodom društvo može doći do kritične točke - potpune insolventnosti. To je stadij u kojem i šira javnost, poslovni partneri i ostali interesenti po prvi put saznaju kako je društvo u ozbiljnim problemima. I tada se može formirati odbor vjerovnika (ako to prije nije učinjeno) koji će preuzeti upravu i pokušati naći način restrukturiranja. Ovako se mogu izbjeći troškovi stečajnog postupka, a vjerovnici (ukoliko im to uprava dopusti) mogu preuzeti dužnika. Može se pokušati provesti nagodba ili mirenje dužnika i vjerovnika, i mogu se učiniti i svi ostali koraci koji se smiju učiniti u redovnom poslovanju. Ovdje valja imati na umu kako se nakon otvaranja stečajnog postupka stečaj *mora* dovršiti, i više ne postoji mogućnost povratka u prijašnje stanje. Dakle, ovo je konačna faza kada se još može pokušati spasiti što se spasit' da u redovnom poslovanju.

U hrvatskom je okruženju nažalost često da se u ovoj fazi vrše najrazličitiji transferi imovine dužnika na treće osobe u situaciji kada uprava zna da je stečaj neizbježan, te se tako

nastoji iz dužnika izvući što je moguće više prije negoli se stečaj otvori. Ove bi s radnje mogle pobijati prema odredbama Stečajnog zakona o kongruentnom ili inkongruentnom namirenju, odnosno procesuirati prema Kaznenom zakonu.

Druga je krajnost poslovanje tzv. *zombi*-poduzeća, dužnika ni živih ni mrtvih. To su poduzeća kojima je račun blokiran godinama, najčešće uopće nemaju zaposlenih, a hrvatski državni organi i institucije dopuštaju im poslovanje pod takvim uvjetima. Stečaj se ne otvara, račun je blokiran, a uprava vodi poslove kao da se ništa izvanredno ne događa. Ovakva društva katkad imaju tajne paralelne račune preko kojih isplaćuju svoje radnike i vrše plaćanja (jer je glavni blokiran, a nekako se treba poslovati), a te račune Ministarstvo financija vrlo često poznaje, tolerira njihovu uporabu, a na neke čak i doznačuje novac![16]

Očito je kako ne postoji politička volja kako bi se određeni ekonomski problemi u hrvatskom stečajnom sustavu riješili, što ima za posljedicu lavinu sličnog ponašanja u kojima poduzetnici slijede primjer državnih institucija.

3.4. Ekonomski aspekti stečajne procedure

Svi elementi u svezi poslovanja dužnika nad kojim je otvoren stečajni postupak (ili prethodni stečajni postupak, kada stečaj još nije otvoren ali se intenzivno razmatra njegova mogućnost), ili elementi stečajne procedure koji zahtijevaju ekonomsku analizu čine ekonomske aspekte u samom stečajnom postupku, odnosno ekonomske aspekte stečajne procedure.

Na ovu se fazu stečajnog procesa odnosi posljednji stadij kojeg opisuje Fitzpatrick, a to je potvrđena insolventnost. Kod potvrđene insolventnosti određene institucije po službenoj dužnosti potvrđuju kako postoji insolventnost dužnika. Ovo je u stvari trenutak otvaranja stečajnog postupka. I tada se još može spasiti poduzeće ili neki njegov dio (naravno, samo u određenim slučajevima), i to kroz proces restrukturiranja u stečaju.

[16] Zbog jamčene anonimnosti izvor ovih informacija, kao i trgovačka društva o kojima se radi neće se navesti.

3.4.1. Ekonomski ciljevi stečaja

Ekonomski ciljevi stečaja univerzalni su i općeprimjenjivi, neovisno o državi u kojoj se stečaj provodi, pravnom sustavu, specifičnostima konkretnog stečajnog dužnika, i favoriziranju pojedine strane stečajnog postupka od strane stečajnog zakona države u kojoj se stečaj provodi.

Postoje tri temeljna cilja stečajnog postupka[17], pri čemu valja navesti kako dobar stečajni zakon implementira sva tri cilja, a ne samo jedan ili pojedina dva;

1. maksimiziranje novčane vrijednosti koja će biti podijeljena u stečajnom postupku,
2. restrukturiranje održivih društava i likvidacija neodrživih, te
3. očuvanje redoslijeda potraživanja prije i tijekom stečaja.

Prvi je cilj maksimiziranje ukupne vrijednosti dohodaka iz stečaja za sve interesente (eng. *stakeholders*), i to kako za vjerovnike, tako i za zaposlenike, dioničare, i ostale povezane osobe. Ukupna je vrijednost stečajnog dužnika maksimizirana kada se samo manji dio te vrijednosti osipa u direktnim i indirektnim troškovima stečaja, i kada se ishod postiže relativno brzo – bila to likvidacija, ili bila to rehabilitacija.

Ako je stečaj skup i dug svi će ga nastojati izbjeći: i vjerovnici, i dužnici[18]. Čak i ako se uspije s restrukturiranjem visoki troškovi stečaja mogu potpuno iscrpiti dužnika koji je ionako već u nevolji. Također, ako je proces predugačak u središtu interesa stečajnog upravitelja sve se više nalaze samo trenutni, svakodnevni procesni problemi, a ne strateški ciljevi stečajnog procesa.

Drugi je cilj rehabilitacija održivih poduzeća i likvidacija neodrživih. Dakle, stečajni zakon ne bi smio biti ni oštar s dobrim dužnicima niti popustljiv prema lošima. U praksi je očito kako stečajni zakoni od države do države znatno variraju, te se može promatrati inklinacija stečajnih zakona u smjeru određene strane u stečajnom procesu. Tablica 2.

[17] Hart, Oliver D.; **Different Approaches To Bankruptcy**, Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1903., September 2000., str. 3-5

[18] Ekstremni primjer može biti Brazil, u kojem stečajni postupak prosječno traje 10 godina, te kao posljedica toga nerealno malo stečajnih postupaka se uopće provodi.

prikazuje određene države svijeta i naklonost njihova stečajnog zakona prema određenoj strani u stečaju.

Tablica 2. Naklonost stečajnog zakona određenih svjetskih država prema određenoj strani u stečajnom procesu[19]

PRO-VJEROVNIČKA ORIJENTACIJA	1	BIVŠE BRITANSKE KOLONIJE U AFRICI
	2	ENGLESKA, AUSTRALIJA, IRSKA
	3	NJEMAČKA, HRVATSKA, ŠVEDSKA, ŠVICARSKA, POLJSKA
	4	ŠKOTSKA, NORVEŠKA, JAPAN, NOVI ZELAND
	5	SAD, KANADA
	6	DANSKA, AUSTRIJA, ČEŠKA, , SLOVAČKA, JUŽNA AFRIKA
	7	ITALIJA
PRO-DUŽNIČKA ORIJENTACIJA	8	GRČKA, PORTUGAL, ŠPANJOLSKA, LATINSKA AMERIKA
	9	BELGIJA
	10	FRANCUSKA
NAPOMENA: Skaliranje je provedeno eksplicitno prema slovu stečajnog zakona, a ne prema praktičnoj primjeni zakona u sudskoj praksi 1 = ekstremno pro-vjerovnička orijentacija ; 10 = ekstremno pro-dužnička orijentacija		

Uočljivo je kako Hrvatska, prepisujući njemački zakon prevagu stavlja na stranu vjerovničkih prava. No, sklonost ka likvidacijskom cilju neminovno znači kako se nerijetko može dogoditi da se i održivi stečajni dužnici u privremenim poteškoćama likvidiraju, čime društvo u cjelini nepovratno gubi kako mjerljive tako i nemjerljive vrijednosti.

Treći je ekonomski cilj stečajeva uglađena i predvidiva tranzicija prioritetnih tražbina između dobrih i loših financijskih stanja dužnika kako bi se reducirao rizik investitora. Naime, stečajni sustav treba osigurati stabilnost vjerovničkih tražbina kako u vremenu redovnog poslovanja, tako i u vremenu financijskih poteškoća. Prioritetne tražbine trebaju se namiriti prije svih ostalih, i ne bi se smjelo dogoditi da se prioritet tražbina u vremenu redovnog, normalnog poslovanja izgubi u vremenu poteškoća, te da ove tražbine gube svoj rang u trenutku otvaranja stečaja.

Stabilnost tražbina višeg reda bitna je iz dva osnovna razloga. Prvo, vjerovnici višeg reda oklijevat će s zajmovima i neće olako htjeti biti zajmodavci u situaciji kada se ne može predvidjeti hoće li uopće oni imati prioritet namirenja u eventualnom stečaju, ili će ih u slučaju stečaja netko "prestići" u redoslijedu namirenja, te će tako izgubiti prednost. Dakle, treba postojati konzistentnost između deklariranih prioriteta prije stečaja i stvarnih prioriteta u

[19] Izvor: Wihlborg, Clas; **Insolvency and Debt Recovery Procedures in Economic Development – An Overview of African Law**, United Nations University - WIDER Discussion Paper, 27/2002, str. 8.

stečaju. Drugo, postojanje različitih prioriteta u stečaju i izvan njega može dovesti do izopačenih pobuda kod određenih vjerovnika, te se može dogoditi uzaludno trošenje sredstava kako bi se menadžment dužnika potaknuo ili da preurani, ili da odugovlači sa otvaranjem stečaja.

U praksi, kako je rečeno, stečajni zakoni simpatiziraju određenu grupu vjerovnika i nju stavljaju na prvo mjesto, prije svih ostalih. Postoje tri grupe favoriziranih vjerovnika, a to su razlučni vjerovnici, radnici, i država (temeljem potraživanja na osnovu neplaćenih poreza). Većina država u svijetu prednost daje radnicima (npr. Francuska, Mađarska, Španjolska, i države pod utjecajem francuske socijalističke pravne doktrine). Tablica 3. prikazuje prioritet tražbina u određenim državama svijeta.

Tablica 3. Prioritet potraživanja u stečaju u određenim državama svijeta[20]

RAZLUČNI VJEROVNICI IMAJU PRIORITET	**RADNICI** IMAJU PRIORITET	**POREZI** IMAJU PRIORITET
BELGIJA	BRAZIL	BOSNA I HERCEGOVINA
BUGARSKA	FRANCUSKA	ČILE
FINSKA	GRČKA	EGIPAT
KANADA	INDIJA	JAMAJKA
KINA	POLJSKA	TURSKA
NJEMAČKA / **HRVATSKA**	RUSIJA	UGANDA

Hrvatska, slijedeći njemački izvornik na prvo mjesto stavlja razlučne vjerovnike, te oni imaju mogućnost namirenja kako u stečaju, tako i u ovrsi izvan stečaja i kada je stečaj otvoren.

3.4.2. Trošak, trajanje i drugi indikatori kvalitete stečajnog sustava u Hrvatskoj i u svijetu

Korištenjem metodologije koju su razvili Simeon Djankov, Oliver Hart, Tatiana Nenova, i Andrei Shleifer sa Sveučilišta Harvard (SAD), radna grupa Svjetske banke i Međunarodne financijske korporacije (*International Finance Corporation*), u suradnji s Oxford University Press i Stečajnim odborom Međunarodnog saveza odvjetničkih komora

[20] Izvor: Grupa autora: **Doing business in 2004: Understanding Regulation**, A copublication of the World Bank, the International Finance Corporation, and Oxford University Press, World Bank, Washington, 2004., str. 76.

izvršila je istraživanje osnovnih pokazatelja kvalitete stečajnih postupaka u svijetu, pa tako i u Hrvatskoj.

Ovdje prezentirana izvješća objavljena su u publikacijama *Doing Business 2004: Understanding Regulation*[21] i *Doing business in 2008: Comparing Regulation in 178 Economies* [22].

Poslana je anketa sudionicima stečajnih postupaka, i to primarno stečajnim sucima i odvjetničkim uredima koji se bave stečajevima, a u anketi je prezentiran hipotetski slučaj jednog trgovačkog društva u poslovnim poteškoćama. Sudionici ankete u svakoj zemlji trebali su na osnovi detaljnih specifikacija[23] tog hipotetskog slučaja procijeniti određene parametre tog konkretnog stečajnog postupka.

Ovaj hipotetski slučaj stečaja i pokazatelji koji su iz njega izvedeni ne smiju se uzeti kao striktno mjerilo ili realni statistički prosjek npr. trajanja ili troška sudskih postupaka u pojedinoj državi, već kao osnova za usporedbu pojedine zemlje s ostatkom svijeta, odnosno kao opće reference i okvirni pokazatelji kvalitete stečajnog sustava pojedine države.

[21] Grupa autora: **Doing business in 2004: Understanding Regulation**, A copublication of the World Bank, the International Finance Corporation, and Oxford University Press, World Bank, Washington, 2004., str. 76.

[22] Grupa autora: **Doing business in 2008: Comparing Regulation in 178 Economies**, A copublication of the World Bank, the International Finance Corporation, and Oxford University Press, World Bank, Washington, 2008.

[23] Ukratko: radi se o hotelu u formi dioničkog društva, smještenom u centru najnapučenijeg grada pojedine države, u 100%-nom domaćem vlasništvu gdje 51% drži utemeljitelj koji je ujedno i predsjednik nadzornog odbora, te nema drugog dioničara koji ima više od 1% dionica – ostalo su mali dioničari. Jedina imovina društva je nekretnina u centru grada u kojoj je hotel smješten, ima prosječni godišnji prihod u protekle tri godine u iznosu 1000 puta većem od prosječnog dohotka po stanovniku države, ima 201 zaposlenog i 50 dobavljača, a svakom dobavljaču duguje novac za posljednju isporuku. Prije pet godina uzet je 15-godišnji bankovni kredit za kupovinu nekretnine u kojoj se hotel nalazi, pri čemu je sama nekretnina zalog osiguranja (hipoteka). Sve do sad društvo je uredno servisiralo dug. Trenutna vrijednost hipoteke je jednaka tržišnoj vrijednosti hotela.
Hotel ima problem s likvidnošću. Gotovinski tijek može podmiriti sve operativne troškove (dobavljače, plaće, poreze, itd.), ali ne i ratu kredita. Jedini argument kojeg menadžment može ponuditi jest da je društvo vrjednije ako posluje (*going concern*) nego ako se likvidira.

U Hrvatskoj je 2004. godine u ovom istraživanju anketiranjem obuhvaćeno 16 sudionika[24], dok je 2008. taj broj znatno veći i iznosi 69.

Indikatori kvalitete stečajnog sustava koji su obrađeni na osnovu jasno definiranog hipotetskog slučaja su:

1. mjera troška stečajnog postupka,
2. mjera trajanja stečajnog postupka,
3. indikator očuvanja prioriteta naplate,
4. indikator postignuća efikasnog ishoda,
5. indeks opsega ovlasti suda u postupku, i
6. indeks uspjeha u postignuću tri cilja stečajnog postupka.

Navedeni indikatori prezentirani su u tablici 4., a način izračuna i opis predstavljen je u tekstu koji slijedi.

[24] Mladen Duliba (HNB), Marijan Hanžeković (odvj. ured Hanžekovic & Radaković), Zdenko Haramija (odvj. ured Koprer & Haramija), Irina Jelčić (odvj. ured Hanžeković & Radaković), Sanja Jurić (odvj. ured Jurić), Davor Juroš (Coface Intercredit Croatia), Vanja Kalogera (Agencij za promicanje izvoza i ulaganja), Jerina Malešević (odvj. ured Koprer & Haramija), Ana Mataga (HNB), Tin Matić (odvj. ured Matić), Željko Pažur (Ministarstvo financija), Vlado Sevsek (odvj. ured Vlado Sevsek & Željka Brlečić), Lidija Stopfer (odvj. ured Vukmir), Jane Tait (PricewaterhouseCoopers), Hrvoje Vukić (odvj. ured Vukić, Jelušić, Sulina, Stanković, Jurcan & Jabuka), i Eugen Zadravec (odvj. ured Zadravec).

Tablica 4. Indikatori kvalitete stečajnih postupaka u Hrvatskoj i pojedinim državama svijeta za 2004. i 2008. godinu[25]

R.BR.	DRŽAVA	**TROŠAK** POSTUPKA (KAO % VRIJEDNOSTI DUŽNIKA)	**TRAJANJE** POSTUPKA (U GODINAMA)	**PRIORITET NAPLATE** (1- 4; BROJ OZNAČAVA POLOŽAJ RAZLUČNIH VJEROVNIKA KOD NAMIRENJA)	**POSTIGNUĆE EFIKASNOG ISHODA** (0 = NE; 1 = DA)	**OPSEG OVLASTI SUDA** (0 – 3; VEĆA VRIJEDNOST = VEĆE OVLASTI)	**INDEKS USPJEŠNOSTI** (0-100; VEĆA VRIJEDNOST = EFIKASNIJI STEČAJNI SUSTAV)	**RANG** DRŽAVE U IZABRANOM UZORKU PREMA INDEKSU USPJEŠNOSTI IZ STUPCA 8.
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	AUSTRIJA	18	1,1	2	1	1	**71**	9
2	BOSNA I HERCEGOVINA	9	3,3	2	0	2	**51**	15
3	BUGARSKA	9	3,3	1	0	2	**48**	19
4	ČEŠKA	15	6,5	2	0	0	**22**	29
5	FINSKA	4	0,9	1	1	0	**99**	1
6	FRANCUSKA	9	1,9	2	0	3	**43**	21
7	GRČKA	9	2,0	3	0	1	**42**	22
8	**HRVATSKA**	**15**	**3,1**	**1**	**0**	**2**	**50**	18
9	INDIJA	9	10,0	3	0	1	**21**	30
10	IRSKA	9	0,4	1	1	1	**88**	5
11	ITALIJA	22	1,8	2	0	1	**46**	20
12	KANADA	4	0,8	1	1	1	**93**	4
13	KINA	22	1,7	1	0	2	**51**	15
14	MAKEDONIJA	28	3,7	2	0	2	**34**	27
15	MAĐARSKA	15	2,0	2	0	1	**38**	28
16	NIZOZEMSKA	4	1,1	1	1	1	**95**	3
17	NORVEŠKA	1	0,9	1	1	2	**99**	1
18	NJEMAČKA	8	1,2	1	0	1	**61**	12
19	POLJSKA	22	3,0	2	1	2	**70**	11
20	RUMUNJSKA	9	3,3	3	0	1	**39**	26
21	RUSIJA	9	3,8	2	0	2	**58**	14
22	SAD	7	1,5	1	1	1	**88**	5
23	SLOVAČKA	18	4,0	1	1	2	**71**	9
24	SLOVENIJA	8	2,0	2	0	2	**41**	25
25	SRBIJA I CRNA GORA	23	2,7	3	1	2	**42**	22
26	ŠVEDSKA	9	2,0	1	1	1	**84**	8
27	ŠVICARSKA	4	3,0	1	0	2	**59**	13
28	TURSKA	15	3,3	2	0	2	**51**	15
29	UKRAJINA	42	2,9	2	0	1	**42**	22
30	VELIKA BRITANIJA	6	1,0	1	1	0	**86**	7
NAPOMENA: STUPCI 3 I 4 SU INDIKATORI IZ 2008. GOD.; STUPCI 5 – 8 SU INDIKATORI IZ 2004. GOD.								

[25] Izvor: autorova adaptacija iz:

a) **Doing business in 2004: Understanding Regulation**, A copublication of the World Bank, International Finance Corporation, and Oxford University Press, World Bank, Washington, 2004.

b) **Doing business in 2008: Comparing Regulation in 178 Economies**, A copublication of the World Bank, International Finance Corporation, and Oxford University Press, World Bank, Washington, 2008.

Mjera troška stečajnog postupka

Mjera troška stečajnog postupka obuhvaća sve troškove cjelokupnog stečajnog postupka, uključujući troškove suda, stečajnog upravitelja, nezavisnih procjenitelja, vještaka, revizora, odvjetnika, itd., i to kao proporcija (postotak) vrijednosti čitave imovine dužnika. U svim je slučajevima isključen trošak eventualne korupcije, pa čak i ukoliko je neizbježna.

Iznos troška u tablici 4. u stupcu 3. prezentiran je iz izvješća za 2008. godinu, i to kao prosjek procjena sudionika na osnovu pitanja s višestrukom mogućnošću odgovora. Dakle, respondenti su imali izbor između 6 razreda veličina troška stečajnog postupka: a) 0-2%; b) 3-5%; c) 6-10%; d) 11-25%; e) 26-50%, i f) >50%, a prikazana je vrijednost prosjek prikupljenih odgovora.

Mjera trajanja stečajnog postupka

Mjera trajanja stečajnog postupka iskazana je u godinama, a predstavlja prosječno vrijeme trajanja koje je potrebno za okončanje stečajnog postupka. Ukoliko se procedura može ubrzati, ali uz dodatni trošak, u obzir je uzet najbrži postupak neovisno o trošku. Također se u obzir uzimaju i sve procesne radnje koje se mogu obaviti simultano, kao i svi postupci namjernog odugovlačenja (zahtjevi za produljenjem određenih rokova, žalbe i sl.). Kao takva, mjera trajanja reprezentira stvarno vrijeme trajanja stečajnog postupka, a ne ono koje je propisano zakonom.

U tablici 4. u stupcu 4. prezentirana je mjera trajanja stečajnih postupaka u Hrvatskoj i pojedinim državama svijeta za 2008. godinu.

Indikator očuvanja prioriteta naplate

U stečajnim postupcima u pojedinim državama svijeta događa se da vjerovnik koji je imao prioritet naplate u redovnom poslovanju taj prioritet gubi u stečajnom postupku. Treba postojati jasan i stabilan redoslijed naplata u kojeg se vjerovnici mogu pouzdati. Inače će trošak nepodmirenih potraživanja iz stečajnih postupaka zbog gubitka prioriteta vjerovnici-zajmodavci svaliti na druge zajmoprimce putem viših troškova zaduženja, te se tako povisuje trošak zaduženja za gospodarstvo u cjelini. Postoji cijena ove nestabilnosti koja u biti povećava rizik namirenja, a tu cijenu će (jasno) platiti zajmoprimci, a ne zajmodavci.

Stoga bi u interesu svih morao postojati jasan i čvrst redoslijed naplate. Indikator očuvanja prioriteta naplate pokazuje koliko stečajni sustav uspijeva održati prioritet osiguranih (razlučnih) vjerovnika, i može imati vrijednost 1, 2, 3, ili 4.

Ukoliko se razlučni vjerovnici namiruju prije radnika, poreznih obveza, i dioničara ovaj indikator iznosi 1; ako se razlučni vjerovnici isplaćuju drugi on je 2; ukoliko se isplaćuju treći ima vrijednost 3; te ukoliko se razlučni vjerovnici isplaćuju posljednji, poslije radnika, poreznih obveza i dioničara on je 4. Kako u izabranom uzorku država u tablici 4 niti jedan od stečajnih sustava nije isplaćivao dioničare prije razlučnih vjerovnika indikator 4 se nije niti pojavljivao.

U stupcu 5. (tablica 4.) prikazan je indikator očuvanja prioriteta naplate u stečajnim postupcima u Hrvatskoj i pojedinim državama svijeta za 2004. godinu.

Indikator postignuća efikasnog ishoda

Ova mjera, kao što joj i ime kaže, pokazuje uspjeh stečajnog sustava u postizanju ekonomski efikasnog ishoda. Pri tome ekonomska efikasnost ne podrazumijeva da dužnik mora opstati: ekonomski efikasan ishod može biti likvidacija, prodaja dužnika kao cjeline, ili restrukturiranje u stečaju uz novi menadžment, što ovisi o specifičnostima pojedinog stečajnog sustava i pojedinog slučaja.

Indikator postignuća efikasnog ishoda je binarni pokazatelj, te može imati vrijednost 0 ili 1. Ako je postignut efikasan ishod stečajnog postupka indikator ima vrijednost 1, ukoliko nema efikasnog ishoda stečajnog postupka indikator iznosi 0.

U tablici 4 u stupcu 6 prezentiran je indikator postignuća efikasnog ishoda u stečajnim postupcima u Hrvatskoj i pojedinim državama svijeta u 2004. godini.

Indeks opsega ovlasti suda u postupku

Ovaj indeks opisuje stupanj ovlasti, odnosno snagu stečajnog suda u postupku pojedine države. Indeks je zbroj tri indikatora koji pokazuju pravnu moć i opseg ovlasti suda. Ova tri indikatora su:

a) smije li sud imenovati i smijeniti stečajnog upravitelja bez osobitih restrikcija,
b) imaju li vjerovnici pravo vida i pristup u izvješća stečajnog upravitelja, ili to ima samo sud, i
c) odlučuje li sud o prihvaćanju plana restrukturiranja.

Indeks opsega ovlasti suda u stečajnom postupku iznosi od 0 do 3, gdje viša vrijednost pokazuje veće ovlasti i veću involviranost suda u stečajnom postupku. Tako indeks 3 podrazumijeva da su sva tri prethodno navedena indikatora pozitivna. U izabranom uzorku

država u tablici 4. pojavljuje se samo kod Francuske. Indeks 0 podrazumijeva da niti jedan od prethodno navedenih indikatora nije pozitivan.

Pri evaluaciji indeksa treba napomenuti kako se općenito smatra da su visoke ovlasti suda dobra podloga za različite namjerne ili nenamjerne zlouporabe službenog položaja, te da bi sud trebao biti medijator, posrednički servis između vjerovnika i dužnika, a ne glavna instanca u procesu. Stoga je manji indeks (generalno uzevši) pokazatelj kvalitetnijeg, odnosno efikasnijeg stečajnog sustava.

Ovaj je indeks prikazan u tablici 4. u stupcu 7., i to za 2004. godinu.

Indeks uspjeha u postignuću tri cilja stečajnog postupka

Konačno, indeks uspjeha postignuća ciljeva stečajnog postupka pokazuje mjeru uspješnosti postignuća tri cilja stečajnog postupka. Ciljevi stečajnog postupka su maksimiziranje novčane vrijednosti koja će biti podijeljena u stečajnom postupku, restrukturiranje održivih društava i likvidacija neodrživih, te očuvanje redoslijeda potraživanja prije i tijekom stečaja.

Ovaj indeks uspjeha je izračunat kao prosjek slijedećih komponenti:

1. mjere troška stečajnog postupka; pri čemu je trošak skaliran na ljestvici od 0 do 100, gdje više vrijednosti označavaju manji trošak,
2. mjere trajanja stečajnog postupka; pri čemu je trajanje skalirano na ljestvici od 0 do 100, gdje više vrijednosti označavaju kraće trajanje postupka,
3. indikatora očuvanja prioriteta naplate; pri čemu je ovaj indikator reskaliran i poprima vrijednosti od 100 (za prvenstvo razlučnih vjerovnika), 67 (razlučni vjerovnici se drugi naplaćuju), 33 (razlučni se vjerovnici namiruju kao treći), i 0 (razlučni se vjerovnici namiruju posljednji), i
4. indikatora postignuća efikasnog ishoda stečajnog postupka.

Navedeni ukupni indeks izražen je za 2004. godinu u stupcu 8. (tablica 4.), i može imati vrijednost od 0 do 100, pri čemu viša vrijednost označava efikasniji stečajni sustav. Tako su 2004. godine najefikasnije stečajne sustave u svijetu imali Finska, Norveška i Singapur, čiji je indeks iznosio 99. Najmanje efikasne stečajne sustave iste su godine imale pojedine afričke zemlje (npr. Burundi i Ruanda s indeksom 8).

Odabranih 30 država u tablici 4 izabrane su kao uzorak iz 178 država svijeta za koje su publicirana izvješća. Osim najvećih i najutjecajnijih ekonomija (npr. SAD, Kina) odabrane su

države koje su susjedi Republike Hrvatske i s kojima Hrvatska ima dobre gospodarske, povijesne, ili kulturne sveze, te pojedine članice Europske unije koje Hrvatskoj mogu poslužiti kao uzor (skandinavske zemlje).

Još jednom valja napomenuti kako navedeni indikatori iz tablice 4. nisu statistički prosjeci jer ne postoji globalno univerzalni način prikupljanja podataka iz stečajnih postupaka, a u mnogim se državama takvi podatci niti ne prikupljaju. U Hrvatskoj primjerice, zasad je nemoguće učiniti sustavnu analizu stečajnih postupaka jer je onemogućen pristup dokumentaciji nakon zaključenja stečajnih postupaka, pa se tako ne može niti doći do informacija o npr. prosječnom trajanju ili prosječnom trošku stečajnih postupaka u Hrvatskoj. Prikazani su podaci u tablici 4 rezultat analize stručnjaka svake države prema metodologiji eksperata sa Sveučilišta Harvard (SAD) i plod su istraživanja prethodno opisanog hipotetskog slučaja.

Interesantno je uočiti kako u odabranom uzorku manje od pola država (12 od 30 = 40%) postiže efikasan ishod stečajnog postupka (stupac 6).

Osim toga valja razlikovati troškove likvidacijskog stečajnog postupka, i troškove stečajnog postupka ukoliko se provodi neki oblik sanacije, a kako se navedena istraživanja temelje na hipotetskom slučaju to nije bilo moguće. U SAD-u, primjerice, u oko 68% slučajeva u likvidacijskom stečajnom postupku (prema poglavlju 7.) troškovi odvjetnika, savjetnika, računovođa, revizora, i stečajnog upravitelja, „pojedu“ kompletnu imovinu dužnika[26].

3.4.3. Određivanje realne vrijednosti dužnika i prodaja imovine

Pri otvaranju stečajnog postupka potrebno je definirati iznos stečajne mase. Stečajna masa obuhvaća svu imovinu dužnika[27], i pri tome imovinu valja percipirati prema računovodstvenoj definiciji. Imovina obuhvaća cjelokupnu aktivu, te se ondje (među

[26] Bris, A.; Welch, I.; Zhu, N.; **The Costs of Bankruptcy**, Journal of Finance, u postupku objavljivanja. Dostupno na http://ssrn.com/abstract=868568 (Pristupljeno 15.07.2008.)

[27] čl. 67 st. 1 SZ

ostalima) nalaze i licence, patenti, koncesije[28], nenaplaćena potraživanja, intelektualna i druga prava. Predmete stečajne mase čine i ovi elementi dugotrajne i kratkotrajne nematerijalne imovine.

Stečajni zakon stoga nije manjkav u dijelu u kojem se propisuje procjena vrijednosti predmeta stečajne mase, kako smatra Vukelić (2006.)[29], jer predmet stečajne mase ne mora biti opipljiv i materijalan, te se podrazumijeva da će se pod okrilje stečajne mase uzeti i nematerijalna imovina (ukoliko ju dužnik ima).

Formiranje iznosa stečajne mase složen je posao u kojem proizlaze sve mane računovodstvenog, odnosno knjigovodstvenog sustava uopće. Premda se određene imovinske stavke vode s ciljem prikazivanja likvidacijske vrijednosti, u stečajnom se postupku redovito uviđa kako se ne podudaraju stvarne i knjigovodstvene vrijednosti, i pri tome ne mora biti slučaj da je dužnik nepropisno vodio poslovne knjige. Obračun amortizacije izuzetno je bitan, i često se stvarna (inventurna) vrijednost imovine ne podudara s knjigovodstvenom vrijednošću, odnosno s otpisanim iznosima.

Stoga je potrebno odmah nakon otvaranja stečajnog (ili prethodnog stečajnog) postupka pristupiti inventuri imovine i obveza, te reviziji knjigovodstva dužnika. Također osobito pažnju valja posvetiti svim poslovima koji su učinjeni u razdoblju od 6 mjeseci prije otvaranja stečaja, jer oni mogu biti temelj za pobijanje prema odredbama Stečajnog zakona o kongruentnom i inkongruentnom namirenju.

Nakon što je određena vrijednost imovine i obveza može se pristupiti rasprodaji imovine dužnika. Ovdje se zaista, u pravom smislu riječi može govoriti o rasprodaji jer se imovina najčešće prodaje ispod realne vrijednosti.

Jasno, imovina će se prodavati ukoliko su tako odlučili vjerovnici, jer alternativa može postojati u obliku restrukturiranja. Također, upravitelj ne smije pristupiti prodaji imovine prije izvještajnog ročišta (drugo ročište u postupku, nakon ispitnog), niti smije prodavati veće dijelove imovine (pogon, skladište, nekretnina, i sl.) bez suglasnosti vjerovnika[30].

[28] računovodstveni razred 002

[29] Vukelić, Mario: **Imovina stečajnog dužnika, unovčenje i djelomična dioba**, Četvrta novela stečajnog zakona, Narodne novine, Zagreb, 2006, str. 243

[30] čl. 158 i 159 SZ

Pravnim sustavom (konkretno, Stečajnim zakonom) ne može se utjecati na zakone ponude i potražnje kako bi se postigla viša cijena, smatra Vukelić (2006.)[31], te navodi kako je za vrijednost prodane imovine odlučan zakon ponude i potražnje, a ne Stečajni zakon. Ovo je samo djelomično točno. Na količinu potražnje itekako može utjecati pravni sustav, i to promocijom transparentnog sustava prodaje. Ako nitko ne zna da se neka imovina prodaje (ili to zna vrlo malen krug osoba), jasno da se uslijed nedovoljne potražnje neće moći postići cijena koja bi barem donekle zadovoljila vjerovnike.

Uspostavljanjem pristupačnog, javnog, jednostavnog i jasnog sustava pretraživanja i prodaje imovine u stečajnom postupku te pojednostavljenjem načina kupoprodaje, i šira javnost (i građani i pravne osobe) uključili bi se u nadmetanje za imovinom dužnika. Tako bi se potražnja značajno mogla povećati, osobito kada se zna da je vrijednost dužnikove imovine redovito diskontirana.

No, u sustavu u kojem se ovrha (a stečaj je generalna ovrha, proces u kojem se provode pravila ovršnog postupka) uglavnom provodi pro forma, i to na način da se imovina deklarira ovršenom ali ostaje u posjedu dužnika, malo je vjerojatno da će građani i zastupnici pravnih osoba ulaziti u dužnikove prostorije i razgledati imovinu prije kupnje. Nužno je potrebno otvoriti službene, stalne, i javne repozitorije-skladišta u kojima bi se prikupljala i izlagala imovina ovršena u stečajnim (i ovršnim) postupcima, koji bi imovinu ondje pohranjenu čuvali i prikazivali i na najvećem globalnom servisu razmjene informacija – na Internetu. Takva mjesta (i fizička i virtualna) bi zasigurno bila odlično posjećena, formirao bi se veći krug potraživača, te bi se mogla postići i nemalo viša cijena. U tom smislu pravni sustav itekako može utjecati na tržište.

U postojećem stečajnom sustavu vjerovnici redovito predbacuju sucu i upravitelju da nisu postigli zadovoljavajuću cijenu, premda su i sudac i upravitelj (vrlo vjerojatno) učinili sve što je u njihovoj moći. Vjerovnici ostaju većim dijelom nenamireni i uslijed toga nezadovoljni. Ovo se odražava na sve sfere poslovanja te će vjerovnici nakon ovakvih neuspjelih sudjelovanja u stečajnim postupcima imati nepovjerenje i prema pravosudnom i državnom aparatu općenito, a tada nije čudno da se stečajevi ne pokreću na vrijeme, jer će i vjerovnici (ne samo dužnik) ubuduće nastojati izbjeći model namirenja u kojem će dobiti

[31] Vukelić, Mario: **Imovina stečajnog dužnika, unovčenje i djelomična dioba**, Četvrta novela stečajnog zakona, Narodne novine, Zagreb, 2006, str. 243

samo djelić svojih potraživanja, te će se nastojati namiriti iz redovnog poslovanja dužnika, pa makar on bio i insolventan. Izopačeno funkcioniranje i poslovanje insolventnih dužnika prolongirat će se i time opteretiti cijeli gospodarski sustav višom razinom nesigurnosti u pogledu naplate, čime se povisuje rizičnost poslovanja koja se, naravno, plaća, te je u konačnici gospodarsko poslovanje skuplje za sve sudionike.

Potrebno je još jednom istaći kako vjerovnici nemaju pravo određivati cijenu po kojoj će se dužnikova imovina prodavati. Prijedlog za prodaju sadržavat će početnu cijenu, no ona je samo orijentacijski okvir, te vjerovnici na njoj ne smiju insistirati. No, s druge strane oni imaju pravo određivati način prodaje. Oni imovinu ne moraju prodavati usmenom javnom dražbom ili oglasom za prikupljanje ponuda, već imovinu mogu prodati i na druge načine (npr. direktno kupcu, bez javne ponude, ili bilo koji drugi način).

3.4.4. Evaluacija mogućnosti restrukturiranja

Procjenu mogućnosti restrukturiranja valja učiniti što je moguće ranije, a ona će prije svega ovisiti o iznosu imovine dužnika, adekvatnoj kadrovskoj podršci, i održivosti poslovanja. Ukoliko dužnik ima kakvu imovinu uz koju bi se mogao vezati opstanak i poslovanje, ako ključni kadrovi nisu otišli u fazi akumulacije poslovnih poteškoća (ili u fazi imanentne opasnosti od stečaja), te ako je poslovanje dužnika održivo barem u jednom dijelu, može se evaluirati i razmatrati mogućnost restrukturiranja dužnika u stečaju.

U suprotnom, ukoliko je većina imovina presahnula tijekom faze akumulacije poslovnih poteškoća, ili su ključni dijelovi imovine (proizvodni pogoni, strojevi, nekretnine, i sl.) bez kojih nije moguće normalno funkcioniranje društva već otuđeni, te ako su najvažniji zaposlenici već otišli kod drugih poslodavaca, vrlo je lako zaključiti kako ne postoji mogućnost restrukturiranja te kako valja provesti klasični, likvidacijski stečajni postupak.

Procjena mogućnosti restrukturiranja ovisi, dakle, prije svega o procjeni vrijednosti stečajnog dužnika. Detaljnije o procjeni vrijednosti stečajnog dužnika u četvrtom poglavlju.

3.4.5. Trošak stečajnog postupka

Pravni aspekti troškova stečajnog postupka obrađeni su u 2.3.2. Može se ukratko ponoviti da u Hrvatskoj svaki vjerovnik snosi svoje troškove u stečajnom postupku, no onaj koji pokreće stečajni postupak dužan je uplatiti uz redovnu sudsku pristojbu i dodatnu pristojbu u iznosu 10.000 kuna. Uz pristojbe vjerovnici su dužni platiti i predujam za troškove prethodnog postupka, i to u iznosu u kojem to zaključkom odredi sudac, a protiv tog zaključka nije dopuštena žalba. Dakle, sudac samostalno i autonomno određuje iznos predujma, a vjerovnik taj predujam mora platiti – u suprotnom se stečaj neće provesti. Nakon što plate pristojbe i predujam vjerovnici su dužni uplatiti još i 500 kn za prijavu tražbine.

Osim navedenih troškova postoje i paušalni troškovi utvrđivanja tražbine i unovčenja predmeta, jer se nakon unovčenja predmeta 10% od utrška izdvaja za ove troškove, i to 5% na ime troškova utvrđivanja tražbine i 5% na ime troškova unovčenja predmeta. K tome valja pribrojati i odvjetničke honorare.

Iz navedenoga je sasvim jasno kako se kod manjih iznosa potraživanja u Hrvatskoj uopće ne isplati pokretati stečajni postupak.

Budući se prije svih vjerovnika namiruju vjerovnici stečajne mase, odnosno troškovi stečajnog postupka (troškovi stečajnog suda, stečajnog upravitelja[32], odbora vjerovnika), očito je da veći troškovi stečajnog postupka znače i manje imovine koja preostaje vjerovnicima za namirenje.

U interesu je vjerovnika da troškovi stečajnog postupka budu što je moguće niži, što se postiže simplifikacijom i ubrzanjem procedure. No stečajni se proces ne treba administrativno ubrzavati odlukom vlasti kao što je to učinjeno u Hrvatskoj, kada je izmjenama Stečajnog zakona 2006. godine uvedeno pravilo ako se stečaj mora okončati u roku od godine i pol dana od izvještajnog ročišta[33], nego strukturnim i temeljitim izmjenama procedure.

[32] Postoje ekstremni slučajevi u kojima su pojedini stečajni upravitelji u određenim stečajnim postupcima našli za sebe stalan i dugotrajan izvor prihoda, te vode ove postupke i po desetak godina. Jasno, svaka njihova naknada smanjuje iznos koji će se podijeliti vjerovnicima.

[33] čl. 27 st. 1 SZ

Redovita godišnja izvješća *Doing Business* grupe stručnjaka Svjetske banke i Međunarodne financijske korporacije (IFC) pokazuju procjenu troška stečajnog postupka u brojnim državama svijeta, pa tako i u Hrvatskoj. U tablici 5 prikazana je procjena troška stečajnog postupka u Republici Hrvatskoj od 2004. do 2008. godine. Trošak je prikazan kao postotak vrijednosti imovine dužnika. Procjena je izvršena na osnovi hipotetskog slučaja opisanog u prethodnom tekstu.

Tablica 5. Procjena troška stečajnog postupka u Republici Hrvatskoj u razdoblju od 2004. do 2008. godine[34]

GODINA	TROŠAK STEČAJNOG POSTUPKA KAO POSTOTAK VRIJEDNOSTI IMOVINE DUŽNIKA
2008	15
2007	15
2006	14,5
2005	18
2004	18

Budući se u tablici 5. ne radi o statističkom prosjeku izvedenom na osnovi uzorka, već na prosjeku procjena koje su izvršili anketirani stručnjaci koji su sudionici stečajnih postupaka u Hrvatskoj, ovi se podaci trebaju uzeti s rezervom.

No ipak, iz navedenog se s čvrstom osnovom može zaključiti kako trošak stečajnog postupka u Hrvatskoj uzima između 15 i 20 % vrijednosti imovine dužnika, te da vjerovnicima prosječno preostaje između 80 i 85 % vrijednosti imovine dužnika za namirenje svojih potraživanja koju je ovaj imao u trenutku otvaranja stečaja. Pri tome je ključno da se vrijednost imovine ovdje mjeri u trenutku otvaranja stečaja, a ne iz nekog od proteklih razdoblja kada je dužnik uredno poslovao.

Osim mjerljivih troškova postoje i nemjerljivi troškovi stečajnih postupaka, a to su prije svega oni koji nastaju pri likvidacijskim stečajevima. Tada nepovratno nestaju proizvodni (ili uslužni) kapaciteti, radna mjesta, a s njima i izvor prihoda za obitelji radnika, izvori prihoda raznih proračuna (kroz poreze i ostala davanja), odnosno nestaju poduzeća kao temeljne građevne jedinice gospodarskog sustava. Osim toga, tu je i gubitak povjerenja i ugleda kako u užoj tako i u široj gospodarskoj zajednici.

No, valja izbjegavati dramatiku i realno razmatrati svaki pojedinačni slučaj, jer nije racionalno forsirati opstanak insolventnih neodrživih trgovačkih društava i to opravdavati

[34] Izvor: Izvješća **Doing business 2004-2008**, Internet: http://www.doingbusiness.org, pristupljeno 29.05.2008

nemjerljivim troškovima likvidacije. Umjesto ubrizgavanja financijskih injekcija u bolesnog dužnika čiji je oporavak apsolutno nerealno očekivati ista se sredstva mogu investirati u program prekvalifikacije i zbrinjavanja radnika koji će na novim radnim mjestima nastaviti doprinositi različite tijekove koristi za užu i širu gospodarsku zajednicu, ili u druge racionalnije programe.

3.5. Post-stečajni ekonomski aspekti

Ovdje su razmotreni pojedini ekonomski aspekti pri samom okončanju stečajnog postupka, kao i nakon zaključenja stečaja.

Pri samom završetku stečajnog postupka iznosi se nekoliko ekonomskih i financijskih analiza kojima se nastoje obuhvatiti i sumirati efekti stečajnog postupka. Tako se na završnom ročištu raspravlja o završnom računu stečajnog upravitelja[35]. Završni račun bi prema njemačkoj praksi trebao sadržavati četiri glavna elementa:

1. račun prihoda i rashoda tijekom stečajnog postupka,
2. bilancu aktivnosti stečajnog upravitelja,
3. završni izvještaj kao detaljni opis bilance aktivnosti stečajnog upravitelja, i
4. završni diobni popis.

Račun prihoda i rashoda bi trebao sadržavati sve novčane promjene (prihode i rashode) nastale tijekom stečajnog postupka, uz prilog dokumentacije iz koje bi se mogle provjeriti te promjene (računi, potvrde, bankovni izvaci i sl.).

Bilanca aktivnosti stečajnog upravitelja predstavljala bi usporedbu stanja imovine i obveza koje je stečajni upravitelj zatekao, stanje nakon revizije i revalorizacije, te konačno stanje. Ondje se trebaju naći i predmeti izlučnih i razlučnih prava, neunovčena imovina, i drugi elementi bitni za pojedini stečajni postupak.

Završni izvještaj je u biti opisni komentar stečajnog upravitelja na brojčane iskaze u bilanci aktivnosti. Stečajni upravitelj će ondje detaljno prikazati i obrazložiti svoje aktivnosti i poduzimanja u stečajnom postupku.

[35] čl. 193 st. 1 toč. 1 SZ

Završni diobni popis je lista tražbina koja će se (potpuno ili djelomično) namiriti u završnoj diobi, na završnom ročištu, te popis tražbina koje će preostati i koje se neće namiriti.

Nakon okončanja stečajnog postupka može se učiniti analiza troškova i koristi stečajnog postupka, i to ovisno o vrsti stečajno postupka koji je proveden. Troškovi mogu biti mjerljivi i nemjerljivi, kako je već opisano u prethodnom poglavlju, a koristi od likvidacijskog postupka često su nemjerljive. Naime, trošak svakog likvidacijskog stečajnog postupka je u biti investiran u formiranje stabilnog i pouzdanog poslovnog okruženja u kojem je minimiziran rizik nepodmirenja dospjelih potraživanja. Pravodobnim isključenjem insolventnih trgovačkih društava i pokretanjem stečajnog postupka svim sudionicima na tržištu šalje se jasna poruka kako se neplaćanje ne tolerira. Koristi od likvidacijskih stečajnih postupaka teško je stoga izmjeriti i kvantificirati. Valjalo bi analizirati iznose rezervacija za rizik nepodmirenja koje vjerovnici (banke) zadržavaju prije reforme stečajnog sustava, i iste te iznose neko vrijeme nakon reforme stečajnog sustava, pri čemu se reforma sastojala (među ostalim) u razdvajanju poštenih i nepoštenih stečajnih dužnika, sankcioniranju nepoštenih, te u čvrstoj provedbi slova zakona i onda kada to nije u kratkoročnom i srednjoročnom političkom interesu.

Jednako tako, koristi od restrukturiranja u stečaju također su teško mjerljive, jer se ne može jednostavno kvantificirati očuvanje dužnika kao cjeline i koristi za uže ekonomsko okruženje i društvo općenito.

Ukoliko je izvršeno restrukturiranje u stečaju valja upozoriti i na položaj radnika kojeg obrađuju Topločić i Afrić (2000.)[36]. Naime, ako je u procesu restrukturiranja u stečaju određen broj radnika otpušten, bitno je narušen osjećaj sigurnosti preostalih radnika, a to značajno utječe na poslovanje društva. Doherty et al. (1996.)[37] navode „sindrom preživjelih" koji se manifestira u smanjenoj motivaciji, niskom radnom moralu, osjećaju krivnje i žalosti za otpuštenim kolegama, i strahu za sigurnost vlastitog zaposlenja. U takvim tvrtkama oni koji su preživjeli stečaj i val otpuštanja često nisu sigurni hoće li sad njihov poslodavac uspjeti „isplivati", ili će otići u konačan stečaj, te postoji osjećaj nemoći da se svojim trudom doprinese uspjehu društva.

[36] Topolčić, Davor; Afrić, Vjekoslav: **Stečaj viđen očima zaposlenih: jedno hrvatsko poduzeće**, Društvena istraživanja, god. 9 (2000.), br. 6 (50), Zagreb, 2000., str. 958.

[37] Doherty N.; Bank, J.; Vinnicombe, S.; **Managing survivors**, Journal of Managerial Psychology, 11 (7), 1996.

Sve ovo može rezultirati depresivnom atmosferom besperspektivnosti i pesimizma, te mnogi radnici traže drugo zaposlenje premda su 'preživjeli' otpuštanja. Susskind et al. (1998.)[38] upozoravaju da otpuštanjem nastaju strukturne rupe u komunikacijskoj mreži u organizaciji, što može pridonijeti percepciji stanja u organizaciji kao kaosa. Jasno, radnici su najvrjednija 'imovina' društva, te odlaskom ključnih zaposlenika može nastati nepopravljiva šteta za tvrtku, osobito kada se radi o malim i srednjim poduzećima.

Ovdje je bitno kvalitetno upravljanje u kriznom razdoblju (dobar krizni menadžment), jer se pokazuje kako se kvalitetnom komunikacijom između uprave i radnika mogu postići bitno stabilnije okruženje i bolji temelji za oporavak. Stoga pri restrukturiranju u stečaju uvijek valja voditi računa i o kvalitetnoj komunikaciji s radnicima.

3.6. Model četiri stečajna procesa

Vrlo je važno što ranije učiti znakove ranog upozorenja koji upućuju kako postoje poteškoće u poslovanju koje, ako se zanemare, mogu dovesti do eskalacije nestabilnosti i konačno do stečaja. Ooghe i DePrijcker (2006.)[39] su analizirajući stečajne dužnike na temelju starosti i karakteristika menadžmenta formirali model koji obuhvaća specifične uzroke stečajeva i artikulirali četiri različita stečajna procesa. Analizom ovih procesa može se pravovremeno uočiti i slični signali postojećih ili nadolazećih poteškoća i u vlastitom društvu, i na njih primjereno reagirati.

Premda su Ooghe i DePrijcker svoju studiju temeljili na uzorku belgijskih trgovačkih društava, ovi se stečajni procesi mogu uzeti kao univerzalni jer ne sadrže bitne lokalne specifičnosti. Jasno, za svaku državu mogli bi se formirati usko specifični modeli stečajnih procesa, no u slučaju Hrvatske trenutno to još uvijek nije moguće jer ne postoji razrađen sustav čuvanja stečajne dokumentacije, te zbog nemogućnosti pristupa istoj nije moguće napraviti studije slučajeva (*case-study*).

[38] Susskind, A.M.; Miller, V.D.; Johnson, J.D.; **Downsizing and structural holes. Their impact on layoff survivors perceptions of organizational chaos and openness to change**. Communication Research, 25 (1), 1998.

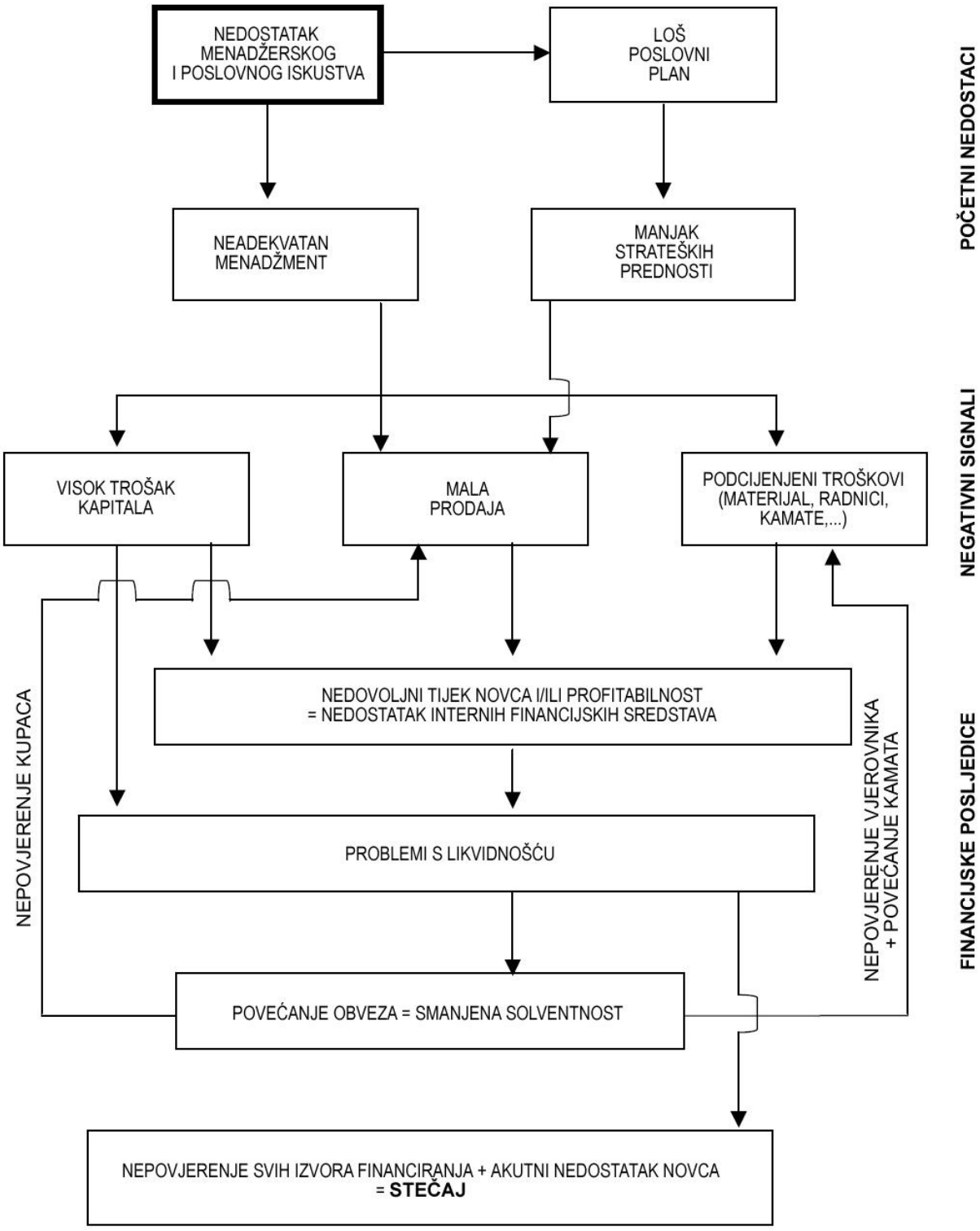
[39] Ooghe, H., De Prijcker, S.; **Failure processes and causes of company bankruptcy: a typology**, Department of Accountancy & Corporate Finance, Ghent University, Working Paper, No. 388, 2006.

Stečajni procesi koje su opisali Ooghe i DePrijcker povezuju temeljne uzroke stečaja sa financijskim i nefinancijskim posljedicama, te se u tom smislu razlikuju četiri tipa stečajnog procesa:

1. stečajni proces koji opisuje propadanje neuspješnih novostvorenih poduzeća;
2. stečajni proces kod ambicioznih brzo rastućih poduzeća;
3. stečajni proces kod „zaslijepljenih rastućih poduzeća“; i
4. stečajni proces koji opisuje postupno propadanje etabliranih poduzeća.

1.) Prvi tip stečajnog procesa opisuje propadanje neuspješnih novostvorenih poduzeća kojima upravlja menadžment uz značajan nedostatak iskustva. Mnoga poduzeća propadnu unutar razdoblja od pet godina nakon osnutka. Bez očekivanog rasta i dobiti, te uslijed neiskustva, nedovoljne kompetentnosti na mnogim područjima, i često autoritarnog menadžmenta koji pravi teške operativne pogreške i propuste, mnoga mlada društva završe u stečaju. Ovaj je tip stečajnog procesa prikazan grafikonom 1.

Grafikon 1. Model stečajnog procesa kod mladih, novopokrenutih poduzeća (tip 1)



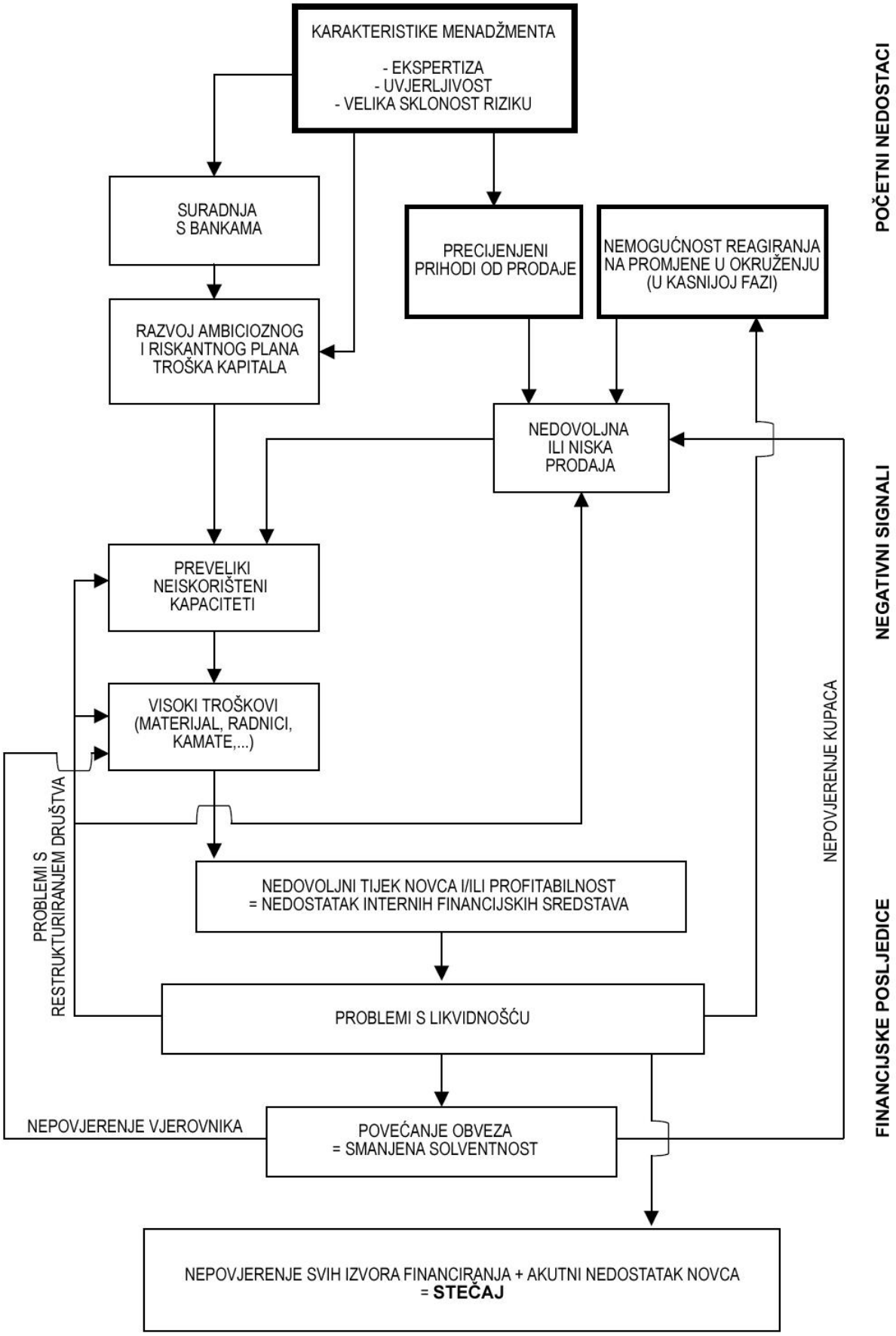
Početni nedostaci kod prvog tipa stečajnog procesa nalaze se primarno u području menadžmenta. Nedostatak poslovnog i menadžerskog iskustva često rezultira lošim poslovnim planom, te stoga takvo mlado društvo nema strateških prednosti. Rezultat ovoga su mala prodaja, visok trošak kapitala, i loša procjena troškova, što opet dovodi do manjka vlastitih financijskih sredstava zbog niske profitabilnosti i/ili nedostatnog tijeka novca. Javljaju se problemi s likvidnošću, smanjuje se solventnost, te uslijed toga ovakva mlada društva gube povjerenje kupaca i vjerovnika. Uz nepovjerenje kupaca dodatno se smanjuje prodaja, a uz nepovjerenje vjerovnika povećavaju troškovi te se time upada u jedan ili oba zatvorena kruga poslovnih poteškoća:

- slaba prodaja → nedovoljna profitabilnost → problemi s likvidnošću → smanjena solventnost → nepovjerenje kupaca → slaba prodaja; i/ili
- visoki troškovi financiranja → nedovoljna profitabilnost → problemi s likvidnošću → smanjena solventnost → nepovjerenje vjerovnika → visoki troškovi financiranja.

Nakon određenog vremena problemi s likvidnošću postaju nerješivi, te se uz kritičnu razinu manjka novca jedini izlaz pronalazi u otvaranju stečaja.

2.) Drugi tip stečajnog procesa, prikazan grafikonom 2, jest onaj kod ambicioznih brzo rastućih poduzeća, koja nakon neuspješne investicije nemaju dovoljno financijskih sredstava za prilagodbu u novom, izmijenjenom poslovnom okruženju. Budući su ova društva još mala i/ili mlada i nemaju adekvatna financijska sredstva, u situaciji kada strategija ekspanzije ne rezultira kako je planirano nađu se u bezizlaznoj situaciji. Menadžment karakterizira pretjerani optimizam i sklonost riziku, a uslijed preuveličane procjene potražnje za proizvodima ili uslugama društva, i to bez financijskih rezervi koje bi amortizirale podbacivanje plana prodaje, stečaj predstavlja logičan ishod poslovanja.

Grafikon 2. Model stečajnog procesa kod ambicioznih, brzo rastućih poduzeća (tip 2)



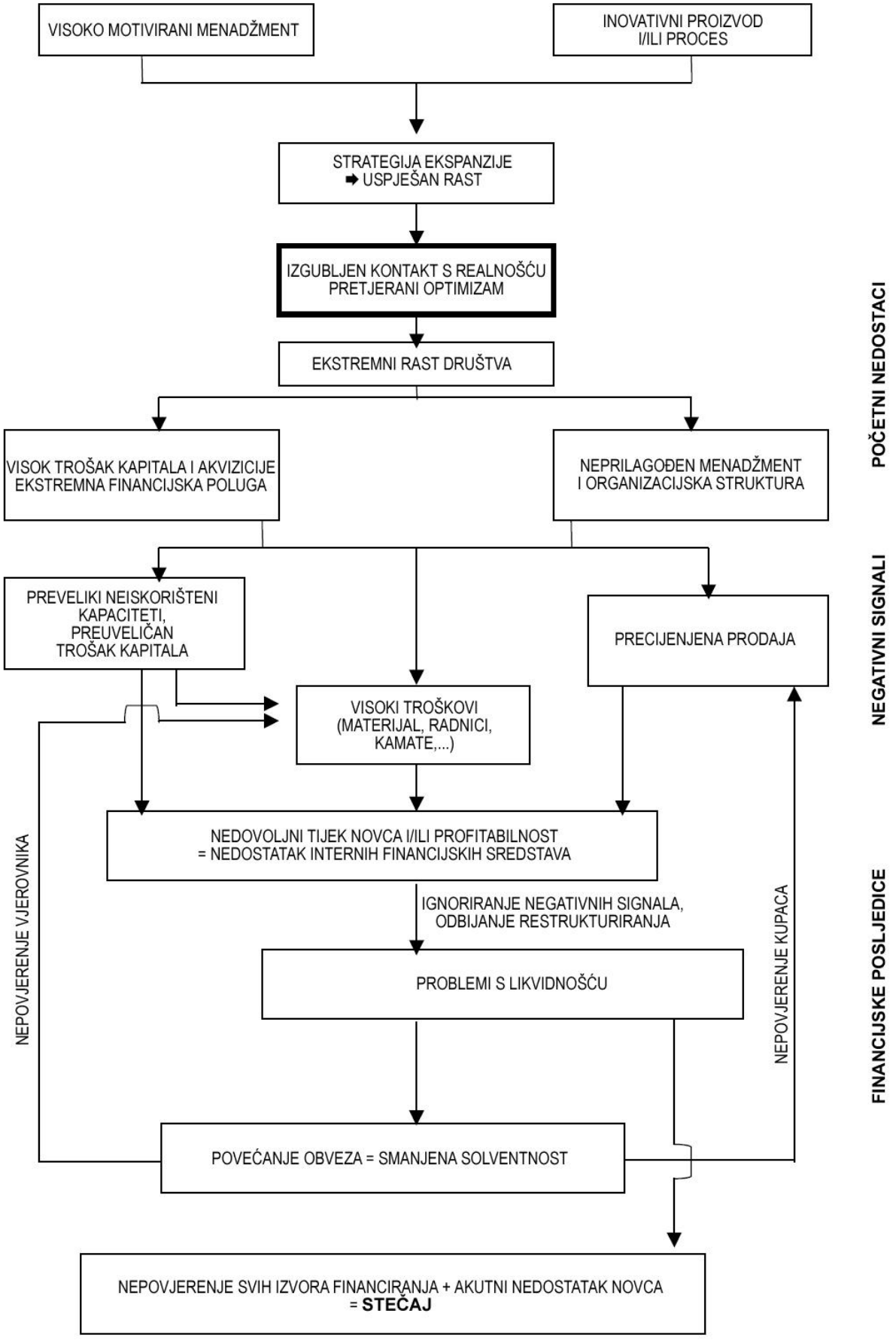
Inicijalni su nedostaci opet u području menadžmenta, koji uslijed snažne volje za uspjehom koja je praćena naročitom sklonosti za preuzimanje rizika, razvija ambiciozni plan prodaje. U taj plan izradom i podnošenjem ekspertize često uspijeva uvjeriti i banku koja sufinancira poslovni plan. No, nakon što prihodi od prodaje podbace, odnosno nakon što iznos prodaje bude neočekivano nizak, preveliki neiskorišteni kapaciteti stvaraju visoke troškove što utječe na tijek novac i rezultira niskom profitabilnošću. U fazi kada nastupe problemi s likvidnošću može se odlučiti provesti restrukturiranje izvan stečaja kojim je katkad moguće održati društvo. No ako restrukturiranje ne uspije, ili ako društvo više nije u stanju reagirati na promjene u okruženju, opet će niska prodaja dovesti do visokih troškova poslovanja, te do niske profitabilnosti, što će pogoršati probleme s likvidnošću.

U toj se situaciji može tražiti izlaz u dodatnom zaduženju kod vjerovnika, ali povećanjem obveza dolazi do smanjene solventnosti, čime društvo gubi povjerenje kupaca, kao i vjerovnika. Gubitak povjerenja kupaca znači i pad prodaje, a gubitak povjerenja vjerovnika porast troškova financiranja, te društvo dospijeva u već spomenuti zatvoren krug poslovnih poteškoća.

Konačno, pod pritiskom tereta nelikvidnosti i insolventnosti, otvara se stečaj.

3.) Kod „zasljepljenih“ rastućih poduzeća, kojima upravlja pretjerano samouvjeren menadžment koji nema realan pogled na financijsku poziciju društva, događa se specifičan stečajni proces. Sličan je prethodnom, drugom tipu stečajnog procesa, no razlikuje se u financijskoj strukturi i karakteristikama menadžmenta. Ovaj je tip stečajnog procesa prikazan grafikonom 3.

Grafikon 3. Model stečajnog procesa kod „zaslijepljenih“ rastućih poduzeća (tip 3)



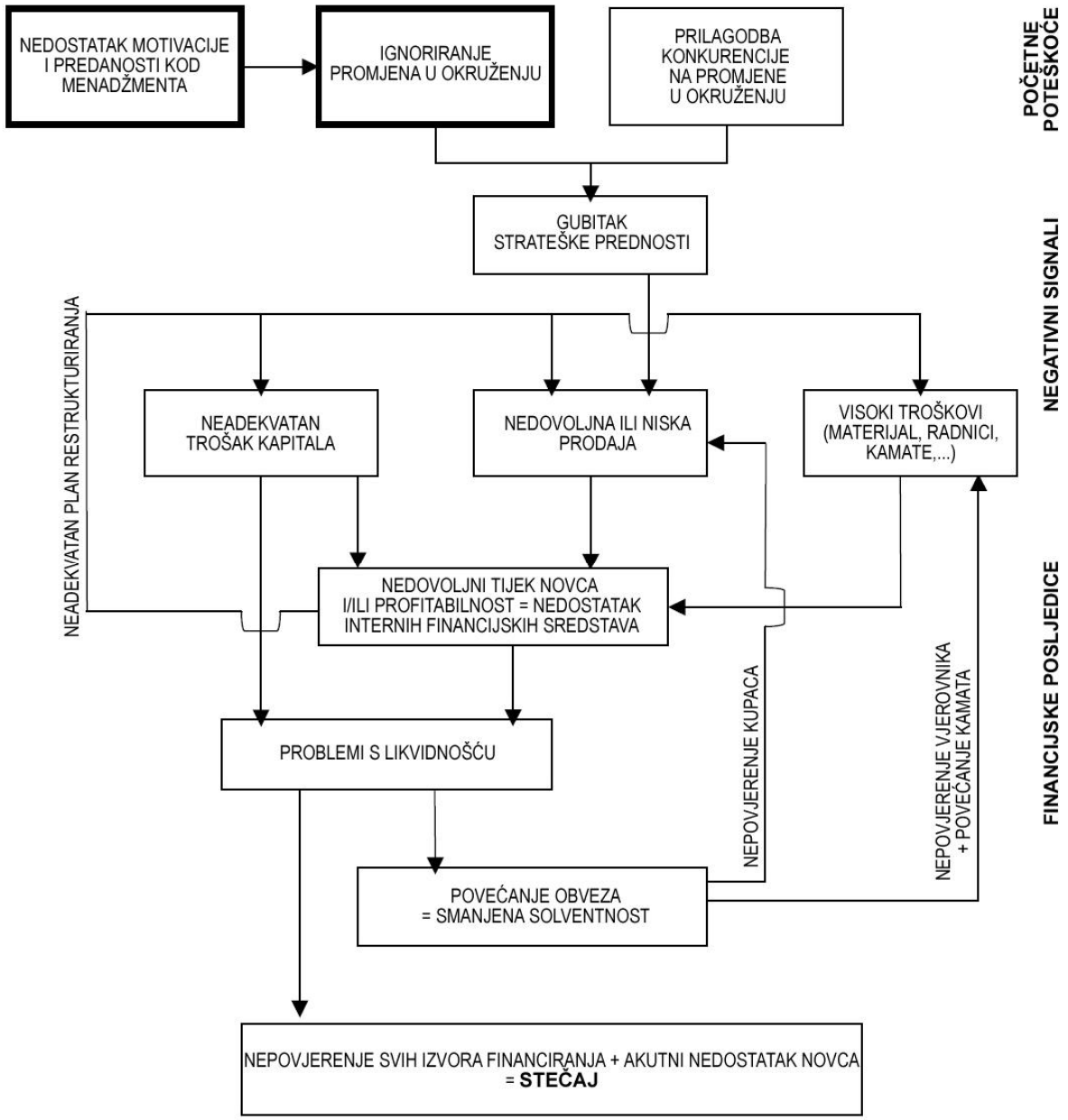
Ova društva imaju čvršću financijsku strukturu, i njihov proces propadanja započinje u fazi kada ova poduzeća više nisu ni mala niti mlada. Ovo su društva koja su poslovala više godina i u kojima se menadžment u određenom trenutku odlučio za značajniju ekspanziju, te uspostavlja novu strategiju koja uspijeva. Nakon ovog inicijalnog postignuća menadžment postaje zaslijepljen uspjehom, pretjerano optimističan i gubi dodir s realnošću, te povlači poslovne poteze koje društvo konačno vodi u stečaj.

Ekstremni rast društva uz akvizicije, visoku financijsku polugu, te neprilagođen menadžment i organizacijsku strukturu može dovesti do pretjeranog plana prodaje, visokih troškova poslovanja, i prevelikih neiskorištenih kapaciteta. U situaciji smanjene profitabilnosti menadžment ignorira negativne signale i ne restrukturira društvo na vrijeme. Posljedica su problemi s likvidnošću, kada društvo može izabrati dodatno zaduženje. Uvećan teret obveza smanjuje solventnost, te poduzeće gubi povjerenje kako vjerovnika, tako i kupaca. Povećanje troškova financiranja i smanjena prodaja iznova pritišću poslovanje, te financiranje dospjelih obveza postaje nemoguće. Preostaje samo otvaranje stečaja.

Prednost u odnosu na drugi tip stečajnog procesa jest da dužnici trećeg tipa imaju bitno veću mogućnost opstanka ukoliko se restrukturiraju na vrijeme. Dakle, treći tip stečajnog procesa opisuje opasnosti koje uslijede kada 'zdrava' poduzeća preuzimaju pretjeran rizik, i to bez adekvatnog menadžmenta.

4.) Konačno, četvrti tip stečajnog procesa predstavljen grafikonom 4. opisuje postupno propadanje etabliranih poduzeća u kojima je menadžment izgubio dodir s okruženjem koje se neprestano mijenja. Nedostatak motivacije, inercija i rigidnost uprave koja vjeruje u strategije koje su uspijevale u prošlosti vodi ova društva u stečaj.

Grafikon 4. Model stečajnog procesa kod postupno propadajućih etabliranih poduzeća (tip 4)

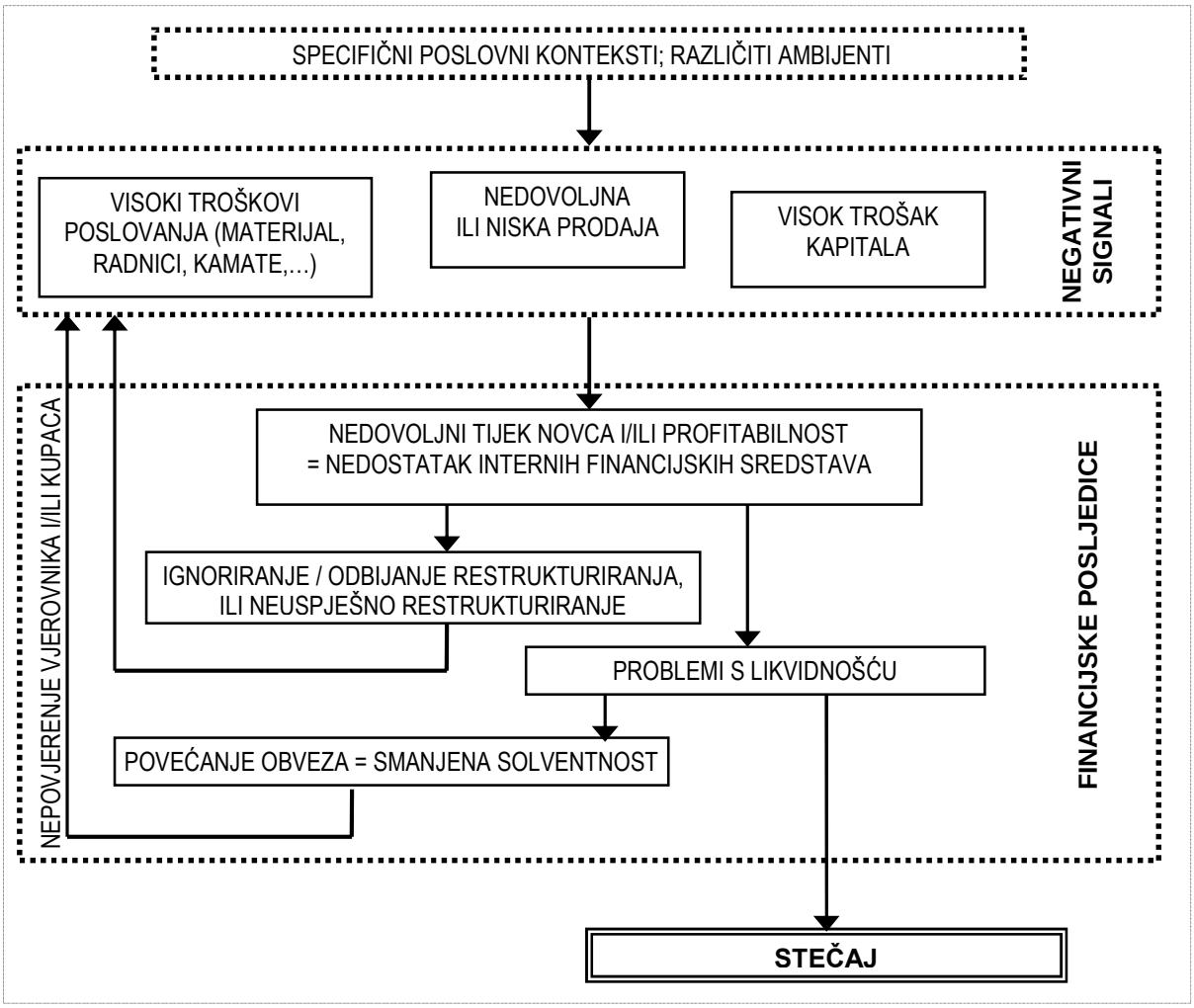


Etablirana, „stara“ društva sa stabilnim poslovanjem, uljuljkana u samozadovoljnost zbog starih uspjeha mogu izgubiti dodir s najnovijim, aktualnim promjenama u okruženju. Prilagodba konkurencije na novo stanje u poslovnom ambijentu za njih znači gubitak strateške prednosti, te se javljaju prvi negativni signali: nedovoljna ili niska prodaja, visoki troškovi poslovanja, ili neadekvatan trošak kapitala. Nakon što se uoči smanjena profitabilnost može se pristupiti restrukturiranju. Ako ono ne uspije, ili se uopće niti ne provede, nastaju problemi s likvidnošću. Rješenje može biti u dodatnom zaduženju, no ono opterećuje solventnost uslijed čega društvo može izgubiti povjerenje kupaca i vjerovnika.

Upadanjem u krug poslovnih poteškoća nestaje svaka nada za spas društva, te društvo eventualno može opstati još samo restrukturiranjem u stečaju.

Analizom ova četiri tipa može se uočiti uzorak, obrazac koji se ponavlja kod svih navedenih stečajnih dužnika. Naime, različita društva imaju različite početne nedostatke i inicijalne poteškoće, i kod svakog postoji specifičan kontekst. No, negativni signali i njihove financijske posljedice su gotovo uvijek iste, te se može učiniti sinteza modela stečajnih procesa. Ova je sinteza prikazana grafikonom 5.

Grafikon 5. Sinteza modela stečajnih procesa



Trgovačka društva iz najrazličitijih poslovnih konteksta, okruženja i ambijenata dobivaju pojedine inicijalne negativne signale. Ovi signali se mogu manifestirati na tri načina: kroz visoke troškove poslovanja, nedovoljnu ili nisku prodaju, i visok trošak kapitala; i snažno djeluju na financijsko poslovanje. Financijska posljedica ovih početnih poteškoća je

uvijek ista: nedovoljni tijek novca odnosno profitabilnost, zbog čega trgovačko društvo nema dovoljno vlastitih financijskih sredstava.

Menadžment može uočiti nastale probleme i može pokušati restrukturirati društvo. Neuspjeh u restrukturiranju, ili ignoriranje poteškoća pogoršava situaciju, intenzivira negativne signale, te se povećava manjak vlastitih financijskih sredstava. Ovo vodi ka problemima s likvidnošću, što uprava može pokušati riješiti dodatnim eksternim financiranjem i povećanjem obveza.

Značajno povećanje obveza vodi ka smanjenoj solventnosti, te društvo gubi povjerenje kupaca (što dodatno smanjuje prodaju), i/ili gubi povjerenje vjerovnika (što opet povisuje trošak kapitala). Povratna veza gubitka jednog ili drugog povjerenja (ili oba) povećava nedostatak vlastitih financijskih sredstava, te problemi s likvidnošću postaju akutni i neizdrživi. Preostaje samo proglasiti stečaj.

Lako je uočiti kako u razdoblju akumulacije poslovnih poteškoća menadžment društva ima najvažniju ulogu u prethodno navedenim tipovima stečajnih procesa, što je konzistentno i sa prethodnim istraživanjima (npr. Charan, Useem, Harrington, 2002[40]) u kojima se osnovni uzrok stečaja može pronaći unutar samog društva, i to u području menadžmenta.

Uprava je ta koja mora snositi posljedice neuspjeha jednako tako kao što zna i snositi posljedice uspjeha (kroz isplate opcija, bonusa, itd.). Ne može se uspjeh pripisivati sebi, a neuspjeh nekom drugom. Premda se to može činiti samorazumljivim, potrebno je uvijek iznova isticati i naglašavati ovu činjenicu, to više jer menadžment stečajnog dužnika najčešće traži i akcentira eksterne uzroke stečaja, a ne vlastite pogreške i promašaje, što je osobito uočljivo u Hrvatskoj. Više riječi o eksternim i internim uzrocima stečajeva u 3.8.

3.7. Krizni menadžment

Krizni menadžment je sustavni proces izbjegavanja organizacijskih kriza, ili upravljanja tim krizama ako do njih dođe. Pri tom se kriza definira kao sveobuhvatan

[40] Charan, Ram; Useem, Jerry; Harrington, Ann; **Why companies fail**, Fortune (Europe), 27. svibnja 2002, Vol. 145, Issue 11, str. 36

poremećaj koji prijeti trgovačkom društvu ili ga oštećuje, kojeg treba hitno riješiti, i iz kojeg je izlazak u pravilu težak i dugotrajan.

Stečaj je kriza svoje vrste, a izlazak iz ove krize može se izvesti na dva temeljna načina: putem likvidacije, i putem restrukturiranja u stečaju (donedavno je postojao i treći put: prodaja stečajnog dužnika kao cjeline, ali je ukinut izmjenama Stečajnog zakona 2006.). Naravno, ne uvijek, i ne u svakom slučaju; vrlo često u konkretnom stečajnom procesu neće postojati praktična alternativa likvidaciji.

Krizni događaji su nepredvidivi, ali ne i neočekivani, te upravo zbog tog što se mogu očekivati može se na ove događaje i pripremiti. U tom smislu krizni je menadžment i upravljanje rizicima. No, dok menadžment trgovačkog društva ne može predvidjeti npr. eksploziju u proizvodnom pogonu, ali ju može očekivati i na nju se pripremiti, stečajni upravitelj (kao profesionalni krizni menadžer) stečaj može i predvidjeti, i očekivati ga, i na nj se pripremiti. Čim je položio stručni ispit i stekao uvjete za imenovanje stečajni upravitelj može očekivati i predvidjeti da će biti angažiran u kriznoj situaciji, odnosno na nekom (neodređenom) slučaju stečaja. U tom smislu, on se može pripremiti da će biti upućen u poprište konflikta na mnogim razinama (i to u gotovo svakom slučaju stečaja), te da će se naći između ne dvije vatre, nego više njih: između uprave, radnika, više grupa vjerovnika, te u slučaju većeg dužnika i medija i šire zajednice. U tom poslu mogu mu pomoći znanja i vještine kriznog menadžmenta.

Kako tema ovog rada nije područje kriznog menadžmenta interesenti se upućuju u plodnu literaturu na ovom području, a ovdje će biti iznesene samo općenite, okvirne crte upravljanja kriznim situacijama, i to one koje su interesantne s motrišta stečaja.

U užem smislu krizni je menadžment sustav upravljanja trgovačkim društvom koje se našlo u kriznoj situaciji koja *nije* nastala kao direktna posljedica načina poslovanja tog trgovačkog društva. Pod kriznim menadžmentom tada se misli na upravljanje društvom koje se našlo u jednoj od tri tipa krize:

a) u iznenadnoj krizi (npr. potres, požar, nasilje, itd.);

b) u tinjajućoj krizi (kriza koja nastane razvijanjem iz manjeg problema na kojeg nitko ne obraća pozornost[41]); i
c) u bizarnoj krizi (krajnje neobična, jedinstvena i neponovljiva situacija[42]).

No, u širem smislu krizni se menadžment sastoji od vještina, tehnika, i metoda procjene, razumijevanja, suočavanja, i izlaska na kraj sa svakom teškom situacijom, a ta teška situacija može biti i stečaj. Tada znanja i vještine kriznog menadžmenta mogu izvanredno poslužiti prije svega stečajnom upravitelju, ali i stečajnom sucu, kao i odboru vjerovnika ukoliko je osnovan.

Kako je već rečeno, čim je stekla uvjete za imenovanje osoba koja je na listi stečajnih upravitelja može u svakom trenutku očekivati da će biti imenovana na nekom slučaju stečaja. Premda je svaki slučaj stečaja različit, individualan i specifičan, ipak svi oni imaju određene zajedničke karakteristike. To omogućuje da se stečaj može planirati[43] i na njega se pripremiti i prije imenovanja.

Stečajni upravitelj na temelju prethodnog iskustva može učiniti opći plan rada i hodogram upravljanja stečajnim postupkom, te ga primjenjivati u svakom specifičnom slučaju. Iz prethodno provedenih stečajeva može načiniti obrasce dokumenata koji su mu potrebni, i koje će ispunjavati u određenoj fazi stečaja, i može učiniti i druge korake koji će mu pomoći u planiranju provedbe stečajnog postupka.

Ono što je iznimno bitno za stečajnog upravitelja kao medijatora, posrednika, i osobu koja u biti obavlja servisnu ulogu za vjerovnike, i to bez ikakvih osobnih interesa, jest *način komunikacije*. Uloga komunikatora je osobito značajna u procesu restrukturiranja u stečaju, gdje treba pomiriti suprotstavljene strane i interese.

Stečajni upravitelj imenovanjem dolazi u nepoznatu sredinu, odnosno u okruženje gdje tek treba saznati detalje i specifičnosti slučaja, a svi oni zbog kojih je uostalom i imenovan (vjerovnici, radnici, uprava, …) pri otvaranju stečaja znaju više detalja o konkretnom slučaju

[41] npr. problem tragične smrti osobe koja je udisala nedopuštene ispušne plinove iz pogona Karlovačke pivovare 2007. godine

[42] npr. u Las Vegasu, SAD, večerajući u restoranu jedna osoba pronašla je komad ljudskog prsta u hrani. To je izazvalo teške probleme upravi restorana i poslovanju tog poduzeća. Nakon opsežne istrage uspostavilo se da je ta osoba sama podmetnula prst radi iznude, te je osuđena na 9 godina zatvora, a ugledu restorana je nanesena ogromna šteta.

[43] Evo opet razloga zašto „stečajni plan“ nije dobra sintagma za restrukturiranje u stečaju!

od njega samoga. Nakon uvida i analize slučaja upravitelj nastupa u više različitih prilika, npr. na ispitnim i izvještajnim ročištima, kao i u drugim, manje formalnim situacijama, u kojima se savjetuje komunicirati na slijedeći način[44]:

- govoriti istinu, jasno i otvoreno – što je najbolji način za sprečavanje glasina, nagađanja, i dezinformacija;
- sve loše vijesti priopćiti odjednom, a ne u više navrata;
- ne nagađati – biti pošten u pogledu onoga što se zna i onoga što se ne zna;
- ne pokušavati umanjiti ozbiljnost situacije;
- ne tražiti krivca u prvom koraku nego rješavati probleme i stvarati atmosferu u kojoj se konstruktivno analizira sve što se može učiniti (ali i čuvati dokumente koji bi eventualno mogli kompromitirati bivšu upravu i proslijediti ih nadležnim organima), i konačno najteže;
- ne biti ni pesimist ni optimist, već *realist*.

U kriznim situacijama, dakle i u stečaju, kriznom se menadžeru (stečajnom upravitelju) općenito preporučuje pridržavanje četiri pravila:

1. „djelovati brzo i odlučno – odgađanjem će se situacija samo pogoršati;
2. neka ljudi budu na prvom mjestu – imovina se može nadoknaditi;
3. biti na mjestu događaja – fizička prisutnost šalje poruku da je situacija krajnje važna, odsutnost šalje suprotnu poruku: da su neke druge stvari važnije;
4. neumorno komunicirati – svi sudionici žele hitnu i temeljitu informaciju.“ [45]

Prethodno su navedeni savjeti koje je mudro slijediti u svakom slučaju stečaja, no restrukturiranje u stečaju je alternativni postupak koji ima svoje specifičnosti. Tijekom restrukturiranja u stečaju vrlo je važan utjecaj komunikacije između uprave/vlasnika (bila to stara ili nova uprava/vlasnik) i zaposlenika. Kvaliteta i kvantiteta informacija, kao i njihovo

[44] Izvor: autorova adaptacija iz:

a) Luecke, Richard; Barton, Larry; **Upravljanje kriznim situacijama**, Harvard Business Essentials u suradnji s Zgombić i partneri, Zgombić i partneri, Zagreb, 2005;

b) Topolčić, Davor; Afrić, Vjekoslav: **Stečaj viđen očima zaposlenih: jedno hrvatsko poduzeće**, Društvena istraživanja, god. 9 (2000.), br. 6 (50), Zagreb, 2000., str. 955-976

[45] Luecke, Richard; Barton, Larry; **Upravljanje kriznim situacijama**, Harvard Business Essentials u suradnji s Zgombić i partneri, Zgombić i partneri, Zagreb, 2005., str. 120.

pravovremeno dostavljanje imaju značajan utjecaj na stavove zaposlenih i njihovo ponašanje na radu, a upravo to može imati ključan utjecaj na uspjeh restrukturiranja.

Stoga se novom menadžmentu koji je preuzeo društvo tijekom restrukturiranja u stečaju preporučuje:

- pravodobno upoznati zaposlene sa elementima plana restrukturiranja i aktivnostima koje će biti potrebne da se on ostvari,
- ne zadržavati nove informacije za sebe,
- komunicirati sa radnicima na njihovoj razini i govoriti istinu,
- fizički biti prisutan među radnicima,
- nastojati prenijeti na radnike optimističan stav i usmjerenost ka budućnosti.

U suprotnom, u nedostatku pravodobnih i istinitih informacija radnici će se oslanjati ne neformalne informacije i glasine koje mogu povećati njihovu anksioznost i stres, narušiti povjerenje u menadžment, smanjiti produktivnost, destabilizirati cijelo poduzeće, te će se povećati dobrovoljno napuštanje poduzeća, što pokazuju Bourantas i Nicandrou (1998.)[46].

Percepcija nesigurnosti radnog mjesta i mogućeg otpuštanja „u svakom trenutku" stvara pasivan otpor zaposlenih koji se očituje smanjenjem uloženog truda, rastom neopravdanih izostanaka s posla, kašnjenjem na posao, i obavljanjem privatnih poslova u radno vrijeme. Ovo može potpuno amortizirati napore menadžmenta i vlasnika za uspješnim restrukturiranjem u stečaju.

Noer (1993.)[47] kao prvu fazu revitalizacije nakon restrukturiranja navodi učinkovito vođenje promjena u organizaciji koje vodi ka smanjenju percipirane nesigurnosti zaposlenja. Društvu je potrebna lojalnost njegovih zaposlenika, a to je recipročan odnos kojem pogoduju sigurnost radnog mjesta, mogućnost napredovanja (i to prema zaslugama, a ne nepotistički), te nagrade u novcu i druge beneficije (slobodni dani, topli obrok, radne beneficije, i sl.) za postignute rezultate.

Restrukturiranje društva u stečaju mnogo je lakše učiniti sa zaposlenicima koji su motivirani za rad i koji su zadovoljni svojim poslom. S druge strane, loš menadžment može upropastiti i najbolji plan restrukturiranja.

---

[46] Bourantas, D.; Nicandrou, I. I.; **Modelling post-acquisition empoyee behaviour**, Employee relations, 20 (1), 1998.

[47] citat iz: Burke, R.J.; **Correlates of job insecurity among recent business school graduates**, Employee relations, vol 20. iss 1/2, 1998.

3.8. Uzroci stečaja

Uzroci stečaja mogu se kategorizirati odnosno obuhvatiti u dvije osnovne grupe, i to kao interni uzroci i kao eksterni uzroci stečaja. Američka agencija Dun & Bradstreet u svojoj redovitoj godišnjoj publikaciji Evidencija neuspjeha (*The Failure Record*) specificirala je mnoštvo uzroka stečajeva, a oko 90% njih odnosi se na menadžment dužnika[48]. Dakle, daleko najveći dio stečajeva događa se zbog uzroka koji se mogu povezati s neuspjehom menadžmenta.

Interni uzroci stečaja su svi oni koji se direktno odnose na konkretnog, određenog budućeg stečajnog dužnika, pod njegovom su nadležnošću, dužnik na njih može neposredno utjecati, te oni ovise o aktivnostima dužnika.

S druge strane, **eksterni** uzroci stečaja su oni na koje dužnik ne može neposredno utjecati, nisu u njegovoj nadležnosti, i nalaze se izvan domene njegovog utjecaja.

Ooghe i Waeyaert (2004.)[49] opisuju "konceptualni model stečaja" s pet osnovnih grupa stečajnih uzroka, od kojih prve dvije možemo svrstati u eksterne uzroke stečaja, a ostale u interne uzroke stečaja. Ove grupe su:

1. opće okruženje;
2. neposredno okruženje;
3. karakteristike menadžmenta;
4. korporativna politika; i
5. karakteristike samog trgovačkog društva.

[48] Prema Altman, Edward; Hotchkiss, Edith: **Corporate Financial Distress and Bankruptcy**, Wiley Finance, 2006., str. 13.

[49] Ooghe, H., Waeyaert N.; **Oorzaken van faling: literatuuroverzicht en conceptueel verklaringsmodel**, Economisch en Sociaal Tijdschrift, 57 (4), 2004., str. 367–393

3.8.1. Eksterni uzroci stečaja

Eksterni uzroci stečaja nalaze se izvan dohvata samog stečajnog dužnika, i stečajni dužnik ne može na njih direktno i/ili kratkoročno utjecati, a nalaze se u općem ili u indirektnom okruženju trgovačkog društva.

Opće okruženje trgovačkog društva čine svi ekonomski, tehnološki, politički, socijalni, prirodni, inozemni i drugi faktori koji određeno individualno poduzeće mogu odvesti u stečaj. Nemoguće je nabrojati sve ove faktore, primjera radi mogu se istaći politička nestabilnost, ratovi, funkcioniranje financijskih tržišta, utjecaji globalizacije, tehnološka nerazvijenost, prirodne nepogode, izmjene zakona koji reguliraju područje djelovanja poduzeća i druge regulatorne promjene, potezi centralne i lokalne vlasti, itd.

U neposrednom okruženju nalaze se svi oni subjekti koji imaju određen interes za poslovanje društva: kupci odnosno klijenti, dobavljači, konkurencija, banke i ostali zajmodavci, dioničari, itd. Društvo ima više ili manje neposredan kontakt sa ovim subjektima i može na njih utjecati do određene mjere. No, u konačnici je i neposredno okruženje također van domašaja menadžmenta, jer navedeni subjekti samostalno mogu odlučivati o svojim potezima i nisu dužni povlačiti poslovne poteze koji su u interesu trgovačkog društva.

Uvijek je interesantno uočiti kako menadžment stečajnog dužnika uzroke stečaja najčešće traži u eksternom okruženju. S druge strane, ukoliko trgovačko društvo uspješno posluje zasluge za to gotovo nikada neće pripisati eksternim faktorima, već sebi, odnosno menadžmentu. Dakle, postoji nekonzistentnost principa pripisivanja odgovornosti za poslovni rezultat, jer se priznanje za uspjeh gotovo nikada se ne dodjeljuje eksternim faktorima, dok se odgovornost za neuspjeh najčešće svaljuje upravo na njih. Malo ima onih koji će priznati vlastite pogreške i kritički preispitati vlastitu ulogu i doprinos neuspjehu poduzeća.

U Hrvatskoj, kao i drugdje, može se također uočiti kako odgovorne osobe na čelu stečajnog dužnika pronalaze uzroke stečaja u društvu i okruženju općenito. No, ne treba olako otpisati ove stečajne uzroke, jer u Hrvatskoj postoje brojne tranzicijske specifičnosti koje opravdavaju eksterne uzroke stečaja kao sasvim relevantne.

Nakon prelaska u tržišno gospodarstvo i uvođenja koncepta trgovačkih društava u kojima društvo snosi materijalnu odgovornost za posljedice lošeg poslovanja, a ne i osoba

koja je vlasnik društva i koja društvom upravlja, mnogi su zloupotrebljavali ovu činjenicu formirajući poduzeća koja nisu bila zamišljena kao trajna i stabilna trgovačka društva, već kao kanal putem kojeg će se ekstrahirati sredstva iz samog poduzeća ili iz okruženja. Ovo se osobito moglo uočiti tijekom razdoblja privatizacije društvenih poduzeća. I to je jedan od razloga zašto široka javnost općenito percipira stečajeve u Hrvatskoj kao nepoštene, odnosno prijevarne, iako to ne mora uvijek biti istina.

Lanac nestabilnosti i nelikvidnosti povukao je i mnoge druge za sobom, a ako se tome još pridoda i nestabilno poslovno okruženje u kojem se u državi ili u susjedstvu vode ratovi, gdje su principi demokracije i tržišne ekonomije još u povojima, nije čudno da su mnoga društva završila u stečaju. Često je za opstanak društva bilo puno važnije od zdravog i dobrog poslovanja imati dobre kontakte s centrima političke moći. Stoga je sasvim jasno da i danas mnogi zadržavaju isti obrazac razmišljanja kao i u nepostojano vrijeme 1990-tih, te da svoj neuspjeh nastoje pripisati nekom drugom.

Hrvatsko poslovno okruženje je doista zahtjevno i traži dodatne napore kako bi poduzeće bilo uspješno i solventno, što je osobiti izazov za mala i srednja poduzeća koja ne mogu neprestano odgađati svoja plaćanja i transferirati ih na druge subjekte. Određena pravila koja se smatraju samorazumljivima u razvijenim ekonomijama, kao što je plaćanje na vrijeme, u Hrvatskoj još uvijek znaju biti iznimke, a ne pravila.

Osobito bitnu ulogu ovdje imaju državne institucije koje bi morale predstavljati pozitivan primjer. Nažalost, prečesto upravo država šalje loš signal, te neprestanim kašnjenjem s plaćanjima započinje lanac neplaćanja, i daje loš primjer i onima koji bi i mogli izvršiti plaćanje na vrijeme, ali to jednostavno ne žele[50] vodeći se primjerom države. Lanac insolventnosti može se pretvoriti i u epidemiju, te se u ovom kontekstu može navesti vrlo indikativan podatak kako je u Splitsko-dalmatinskoj županiji 1998. godine oko 50% svih tamošnjih trgovačkih društava imalo blokiran glavni poslovni račun[51].

U eksterne uzroke stečaja koji su osobito specifični za Hrvatsku mogu se ubrojiti još i:

- nepostojanje jasne i konzistentne strategije razvoja,

[50] Financijski direktor jednog velikog trgovačkog društva koje posluje u Slavoniji izjavio je u neformalnom okruženju: „Mi možemo plaćati na vrijeme, ali nećemo“!

[51] Bilić, Ivan: **Gospodarski uzroci stečaja u Hrvatskoj**, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, god. 37, br. 1-2 (57-58), Split, 2000., str. 218.

- izgubljena tržišta bivše SFRJ,
- porezna preopterećenja (visok PDV, itd.),
- zaštićena državna poduzeća,
- precijenjenost nacionalne valute,
- nelikvidnost i lanac insolventnosti,
- kompliciranа i korumpirana državna administracija i birokratski aparat, što rezultira odlaskom stranih investitora i visokim oportunitetnim troškovima,
- ratovi i politička nestabilnost na području bivše SFRJ, koji rezultiraju nestabilnošću i nepovoljnom investicijskom klimom.

Opća gospodarsko-politička situacija vrlo je važan faktor, jer je stabilno poslovno okruženje izuzetno bitno te značajno utječe na stabilnost poslovanja individualnog društva.

3.8.2. Interni uzroci stečaja

Interni uzroci stečaja nalaze se unutar dohvata samog stečajnog dužnika, i stečajni dužnik može na njih direktno i/ili kratkoročno utjecati, a nalaze se u direktnom okruženju trgovačkog društva.

Interni uzroci stečaja mogu se pronaći u:

- karakteristikama menadžmenta (ili karakteristikama poduzetnika kod manjih trgovačkih društava): to su motivacija, kvalitete, vještine, kompetentnost, osobne karakteristike, itd.;
- korporativnoj politici – uspostavlja ju menadžment, a uključuje strategije, investiranje, marketing, prodaju, operativno poslovanje, administraciju, financije, kadrovsku politiku, itd.; i
- karakteristikama samog trgovačkog društva – veličina, starost, i djelatnost.

Pri analizi karakteristika trgovačkog društva kao internih uzroka stečajeva valja voditi računa o tome da statistički pokazatelji jasno ukazuju na pravilo koje glasi kako su manja i mlada trgovačka društva više podložna stečajevima, te kako postoje određene industrijske grane koje su sklonije stečajevima nego neke druge.

Tablica 6. prikazuje kako se najveći broj stečajeva u Europi pokreće u poduzećima bez zaposlenih, ili s vrlo malo zaposlenih (do četvero), iz čega je jasno da su stečajevima najsklonija mala trgovačka društva.

Tablica 6. Broj poduzeća u stečaju u pojedinim državama Europe od 1998. do 2000. godine s obzirom na broj zaposlenih[52]

BROJ ZAPOSLENIH	GOD.	UKUPNO	BE	DK	ES	IT	LU	NL	PT	FI	SE	UK	NO
0	1998	533.867	26.102	17.320	146.896	211.165	1.174	21.580	33.367	16.928	/	59.335	/
	1999	558.035	34.303	17.342	122.697	242.748	1.165	23.110	33.733	13.816	/	57.460	11.661
	2000	**532.131 (68,2%)**	/	21.569	129.786	245.964	1.276	30.836	/	15.201	23.645	50.550	13.304
1-4	1998	192.548	/	2.653	48.072	19.971	574	15.260	10.320	1.718	/	93.980	/
	1999	156.731	/	2.896	/	16.543	725	16.901	9.057	1.886	2.612	102.185	3.926
	2000	**210.834 (27%)**	/	3.501	49.925	15.154	667	20.463	/	1.731	3.644	111.530	4.219
5-9	1998	18.566	/	246	/	2.145	70	1.179	1.473	118	/	13.335	
	1999	17.049	/	265	/	1.740	91	1.286	1.221	170	/	11.980	296
	2000	**23.313 (2,99%)**	/	276	5.848	1.553	68	1.614	/	137	521	12.990	306
10-19	1998	9.185	/	102	/	858	24	545	989	47	/	6.620	/
	1999	8.306	273	101	/	721	35	677	865	49	/	5.465	120
	2000	**10.244 (1,3%)**	/	128	2.167	611	26	1.129	/	59	207	5.805	112
20 i više	1998	4.514	/	49	/	241	4	329	402	9	/	3.480	/
	1999	3.371	136	52	/	207	9	441	436	4	/	2.030	56
	2000	**3.759 (0,48%)**	/	32	531	176	7	720	/	4	125	2.115	49
Napomena: za Njemačku i Francusku ne postoje podaci; / = nema podataka													

Tablica 7. pokazuje kako se najviše stečajeva u Europi događa u području uslužnih djelatnosti, koje pokrivaju distribuciju, hotele i restorane, transport, skladištenje, komunikacije, financijsko posredovanje, i poslovanje s nekretninama.

[52] Izvor: Eurostat, http://epp.eurostat.cec.eu.int (Pristupljeno 17.01.2006.)

Tablica 7. Stopa mortaliteta poduzeća u pojedinim državama Europe, prema djelatnosti stečajnog dužnika[53]

DJELATNOST	GOD.	BE	CZ	DK	EE	ES	IT	LV	LT	LU	HU	NL	PT	SI	SK	FI	SE	UK	RO	NO
INDUSTRIJA	**1998**	4.9	/	5.4	/	7.5	5.6	/	/	5.8	/	5.9	6.6	/	/	6.4	5.0	9.4	/	/
	1999	6.3	/	5.2	/	5.9	5.8	/	/	6.3	/	6.0	5.5	/	/	5.7	4.3	8.7	/	6.4
	2000	/	7.4	6.6	10.4	6.0	5.1	11.3	10.7	5.9	7.9	7.8	/	4.9	8.0	5.3	4.7	9.4	8.4	8.5
	2001	**/**	**8.5**	**/**	**8.8**	**5.9**	**6.2**	**7.7**	**6.0**	**5.5**	**8.8**	**/**	**4.5**	**5.4**	**12.0**	**5.5**	**4.7**	**/**	**9.4**	**/**
GRAĐEVI-NARSTVO	**1998**	5.7	/	6.3	/	8.4	7.7	/	/	6.7	/	5.2	6.4	/	/	8.3	5.2	10.3	/	/
	1999	7.3	/	6.3	/	6.8	7.5	/	/	8.4	/	5.3	6.9	/	/	6.7	4.3	9.3	/	7.7
	2000	/	8.7	7.5	8.6	7.2	6.0	10.1	8.1	6.2	9.1	7.5	/	5.1	9.5	6.1	4.8	9.7	8.3	6.7
	2001	**9.7**	**9.1**	**6.8**	**8.9**	**8.0**	**5.2**	**7.1**	**10.4**	**4.4**	**5.5**	**13.7**	**6.7**	**4.7**	**9.3**	**/**	**/**	**/**	**/**	**/**
USLUGE	**1998**	7.1	/	9.1	/	8.0	6.5	/	/	9.4	/	8.2	6.6	/	/	8.2	6.1	10.7	/	/
	1999	9.2	/	8.9	/	7.1	7.4	/	/	9.7	/	8.8	6.2	/	/	7.4	5.3	10.9	/	7.8
	2000	/	10.8	10.6	13.5	7.4	6.9	13.7	14.4	9.7	10.4	11.0	/	6.8	9.2	6.8	5.8	10.9	11.9	8.6
	2001	**/**	**12.3**	**/**	**12.7**	**7.0**	**7.2**	**9.6**	**7.2**	**9.8**	**11.0**	**/**	**4.9**	**7.3**	**15.7**	**7.0**	**5.8**	**/**	**12.1**	**/**

Klasifikacija djelatnosti prema NACE Rev.1 standardu:
Industrija: rudarstvo, proizvodnja, opskrba električnom energijom, vodom i plinom
Usluge: distribucija, hoteli i restorani, transport, skladištenje, komunikacije, financijsko posredovanje, poslovanje s nekretninama

Navedene pokazatelje valja uzeti s rezervom. Donedavno je postojala izreka kako su neke kompanije jednostavno prevelike da bi propale (eng. *too big to fail*), no pet od deset najvećih stečajeva u povijesti SAD-a dogodilo se 2002. godine (tablica 8.), i time postavilo u pitanje navedenu paradigmu. Uvijek postoje iznimke, i činjenica da je neko društvo malo ili veliko, da se bavi rudarstvom ili hotelijerstvom, ne svrstava ga automatski niti u uspješne niti u neuspješne. Menadžment je taj koji odigrava presudnu ulogu u (ne)uspjehu društva.

Stoga, bitno je napomenuti kako veličina, starost, i djelatnost nisu u direktnom dohvatu menadžmenta, i menadžment ne može na njih utjecati (barem ne kratkoročno). Prvo, starost društva je takva kakva je, i ono ne može biti ni starije ni mlađe nego što jest. Drugo, veličina društva je također kratkoročno definirana, i malo društvo ne može postati velika kompanija u kratkom roku (prebrz rast također može odvesti u stečaj). Konačno, djelatnost društva najteže je promijeniti, jer to znači radikalni i temeljiti reinženjering, izmjenu poslovnih procesa, proizvodnih pogona, kupaca i dobavljača, i potpunu izmjenu poslovnog okruženja. Često je nemoguće promijeniti djelatnost, i npr. rudnik se ne može ozbiljno baviti

[53] Izvor: Eurostat, http://epp.eurostat.cec.eu.int (Pristupljeno 17.01.2006.)

ničim drugim osim rudarstvom, brodogradilište može birati jedino između vrsta brodova koje želi graditi, ali se ne može jednostavno preorijentirati u turizam, itd.

Dakle, karakteristike društva su definirane, i menadžment ne može na njih direktno utjecati. U tom smislu one jesu interni faktori stečaja, ali samo uvjetno.

Tablica 8. Deset najvećih stečaja u SAD-u po vrijednosti imovine[54]

	KOMPANIJA	MILIJARDI US$
1	Worldcom*	103,9
2	Enron*	63.4
3	Conseco*	61,4
4	Texaco	35,9
5	Financial Corporation of America	33,9
6	Refco	33,3
7	Global Crossing*	30,2
8	Pacific Gas and Electric	29,8
9	UAL*	25,2
10	Delta Airlines	21,8
* = Kompanije otišle u stečaj 2002. godine. *Za usporedbu: ukupni hrvatski BDP 2002. godine iznosio je oko 24 mlrd US$*		

Vrijednu sociološku analizu stečaja iz pozicije radnika čiji se poslodavac našao u stečaju, a koji su nastavili raditi i nakon stečaja, dali su Topolčić i Afrić (2000.)[55]. Specifičnost ovog istraživanja jest u tome da se radi o stečaju u Hrvatskoj u vrijeme izrazite tranzicijske nestabilnosti. Radnici identificiraju uzroke stečaja primarno u internom okruženju, i to u nesposobnosti uprave koja se odrazila u lošoj poslovnoj politici, i u privatnim interesima i kaznenim djelima (krađe, „namještaljke“, namjerno izazivanje stečaja).

[54] Izvor: Internet, Bankruptcy Data: http://www.bankruptcydata.com/Research/15_Largest.htm (pristupljeno 02.06.2008)

[55] Topolčić, Davor; Afrić, Vjekoslav: **Stečaj viđen očima zaposlenih: jedno hrvatsko poduzeće**, Društvena istraživanja, god. 9 (2000.), br. 6 (50), Zagreb, 2000.

Nije navedeno je li dužnik kojeg su Topolčić i Afrić analizirali prošao kroz stečaj prema starom Zakonu o prisilnoj nagodbi, stečaju i likvidaciji iz 1989. ili po novijem Stečajnom zakonu iz 1997., no jasno je kako je dužnik koji je bio objekt istraživanja opstao (barem djelomično) i nastavio poslovati i nakon završenog stečaja, odnosno kako je proveden neki oblik restrukturiranja u stečaju.

Ovo istraživanje još jednom pokazuje kako uzroke stečajeva treba uvijek prvenstveno tražiti unutar samog društva, i to u području menadžmenta i korporativne politike koju definira menadžment.

3.9. Računovodstvo u stečaju

Stečaj je u svakom slučaju izvanredna situacija, pa tako i u određenim aspektima računovodstva. No, stečajno računovodstvo ipak nema posebna pravila, i ne razlikuje se u bitnome od računovodstva u redovnom poslovanju. Pri tome se naglašava kako se i u stečaju sastavljaju standardna financijska izvješća, što jasno propisuje čl. 15 Zakona o računovodstvu (NN 109/2007), gdje stoji kako je bilancu, račun dobiti i gubitka, izvještaj o novčanom tijeku, izvještaj o promjenama kapitala, te bilješke uz financijske izvještaje poduzetnik dužan sastaviti i u slučaju otvaranja stečajnog postupka, i to na uobičajen način. Posebnost se ogleda u trenutku kada se ova izvješća trebaju sastaviti.

Naime, Stečajni zakon propisuje kako "otvaranjem stečajnog postupka započinje nova poslovna godina"[56], iz čega proizlazi da se na prethodni dan trebaju sastaviti sva prethodno navedena financijska izvješća. Dakle, bilanca, račun dobiti i gubitka, izvještaj o novčanom tijeku, izvještaj o promjenama kapitala, te bilješke uz financijske izvještaje trebaju se sastaviti sa stanjem na dan koji prethodi otvaranju stečajnog postupka.

Ova izvješća sastavlja stečajni upravitelj koji je imenovan rješenjem o otvaranju stečajnog postupka, što je njegova obveza po čl. 25. i 150-153 SZ. Stečajni je upravitelj dužan imenovati povjerenstvo za popis imovine i obveza, te sastaviti početno stanje imovine dužnika.

Nakon što je knjigovodstveno stanje svedeno na stvarno stanje na dan koji prethodi datumu otvaranju stečaja, izrađuju se račun dobiti i gubitka, bilanca, te prijava poreza na dobit koji se prijavljuje kao da je kraj poslovne godine, te predaje Poreznoj upravi.

[56] čl. 154 st. 2 SZ

Tijekom stečajnog postupka knjigovodstvo se vodi kao i prije, s tim da je glavni račun dužnika otvaranjem stečaja ugašen, te se poslovanje vodi preko novog žiro- i deviznog računa koje je otvorio stečajni upravitelj. Također, svugdje se u naziv tvrtke dodaje oznaka "u stečaju" iz koje svi poslovni partneri dužnika i ostali interesenti mogu uočiti kako se društvo nalazi u izvanrednoj situaciji.

Tijekom stečajnog postupka stečajni je upravitelj skupštini vjerovnika dužan podnijeti razna izvješća, a ona će se temeljiti na računovodstvenim podacima. Tako na izvještajnom ročištu upravitelj podnosi slijedeća izvješća[57]:

1. izvješće o gospodarskom položaju dužnika i o uzrocima stečaja,
2. izvješće o provedenom stečajnom postupku i njegovim troškovima,
3. izvješće o opravdanosti nastavljanja poslovanja stečajnoga dužnika (ako ono nije obustavljeno), odnosno izvješće o izgledima da se poslovanje dužnika nastavi,
4. izvješće o unovčenoj stečajnoj masi i obavljenim isplatama vjerovnicima,
5. izvješće o opravdanosti nastavljanja s unovčenjem stečajne mase i o potrebi i izgledima da se pripremi stečajni plan, te
6. izvješće o sporovima i drugim postupcima u tijeku i njihovim izgledima.

Pored ovih mogu biti podnesena ili zatražena i druga izvješća, a za svako od njih, osim za posljednje (izvješće o sporovima) potrebne su računovodstvene informacije.

Po završetku stečajnog postupka upravitelj je dužan položiti završni račun[58], a on može biti podložan i reviziji. Postavljanje revizora završnoga računa u stečajnom postupku uređuje se posebnim propisima, s tim da revizora postavlja isključivo sud na prijedlog upravitelja. Ako je za poslovnu godinu prije otvaranja postupka već izabran revizor, otvaranje stečajnoga postupka ne utječe na pravnu valjanost takvog postavljenja[59].

Stečajni zakon ne propisuje detaljno što sve završni račun mora sadržavati. U svakom slučaju pretpostavlja se da će stečajni upravitelj detaljno opisati sve radnje i potkrijepiti ih računovodstvenim izvješćima. Pri tome treba kao kuriozitet navesti konačnu bilancu kod

[57] čl. 155 st. 1., i čl. 155a st. 2 SZ

[58] čl. 31 SZ

[59] čl. 154 st. 3 SZ

likvidacijskog postupka, čija aktiva i pasiva nemaju nikakvih iskazanih vrijednosti (na lijevoj i desnoj strani su ništice).

Što se restrukturiranja u stečaju tiče, s aspekta računovodstva nema nikakvih osobitih specifičnosti, te sve što se odnosi na računovodstvo u stečaju odnosi se i na računovodstvo u restrukturiranju u stečaju. To je sasvim jasno jer se "stečajni plan" može prihvatiti tek nakon otvaranja stečaja, odnosno samo u stečaju. Stoga se i kod restrukturiranja u stečaju sastavljaju izvješća na dan koji prethodi danu otvaranje stečajnog postupka, te se pretpostavlja kraj poslovne godine, te otvaranjem stečaja početak nove poslovne godine.

Opsežniji uvid u specifičnosti računovodstva u stečajnom postupku može se naći kod Fistonić, Tušek, Čonkaš, et al. (2000.)[60].

[60] Fistonić, Ivan; Tušek, Boris; Čonkaš, Ivan, et al.; **Računovodstvo trgovačkih društava u stečaju i likvidaciji**, TEB Poslovno savjetovanje, Zagreb, 2001., str. 127-200

4. Restrukturiranje u stečaju

Od uspjeha do neuspjeha samo je jedan korak. Od neuspjeha do uspjeha vodi dugačak put.

Židovska poslovica

„Otvaranjem stečajnoga postupka započinje nova poslovna godina.“ Ovo valja shvatiti prije svega u doslovnom smislu jer to propisuje Stečajni zakon u odredbi o vođenju poslovnih knjiga (čl. 154 st. 2 SZ). No, ova se odredba može čitati i u prenesenom značenju. Stečaj može biti i nova prilika za tvrtku, prilika da se poduzeće oporavi, skine sa sebe breme dugova, restrukturira, i započne iznova u više ili manje izmijenjenom obliku.

Nakon uvođenja prvog suvremenog stečajnog zakona, i to engleskog iz 1732., te nakon što je isti taj zakon „prepisan“ u SAD-u 1800. godine, i Francuska, Njemačka i Španjolska uvele su stečajne zakone početkom 19. stoljeća. Prva rudimentarna procedura rehabilitacije stečajnog dužnika uvedena je 1914. u Austriji, i u praksi se provodila vrlo rijetko. Slična je procedura uvedena 1922. u Španjolskoj, 1926. u Južnoj Africi, te u Belgiji, Francuskoj, Nizozemskoj, Njemačkoj, i SAD-u u 1930-tima[1]. No, suvremena procedura reorganizacije kakvu danas poznajemo formirana je 1978. u SAD-u uvođenjem poglavlja 11. američkog stečajnog zakona koje propisuje način rehabilitacije stečajnih dužnika.

Tijekom 1990-tih može se promatrati zaokret stečajnih sustava vodećih svjetskih gospodarstava prema većoj zaštiti dužnika, odnosno uvođenje neke vrste pandana američkom poglavlju 11. S druge strane, novi američki Stečajni zakon (*Bankruptcy Abuse Prevention and*

[1] Rajak, Harry; **Rescue Verus Liquidation in Central and Eastern Europe**, Texas International Law Journal, Vol. 33 Issue 1, 1998, str. 157-172

Consumer Protection Act[2]) donesen 2005. donekle je reducirao zaštitu dužnika. Stoga se (uvjetno) može govoriti i o konvergenciji stečajnih sustava vodećih svjetskih gospodarstava.

Uvođenjem novog modela Stečajnog zakona 1997. godine u Hrvatskoj se pokušao implementirati model restrukturiranja u stečaju prema njemačkom obrascu, a njemački je zakon u brojnim aspektima za uzor imao poglavlje 11 američkog Stečajnog zakona. Razdoblje 1990-tih je vrijeme radikalnih tranzicija u Hrvatskoj, pa tako i u hrvatskom stečajnom sustavu: nakon komunističko-socijalističkih principa upravljanja društvenim poduzećima gdje nije postojala praktična odgovornost za loše poslovanje, odnosno nije bilo stečajeva u današnjem smislu, osamostaljenjem Hrvatske uveden je stečajni sustav (1994.), a nedugo nakon toga i model restrukturiranja u stečaju (1997.). Treba uočiti kako su ovo radikalni zaokreti i transformacije, te usporedbe radi može se navesti kako se stečajni zakon u SAD-u mijenjao tek svakih oko 40 godina.

Restrukturiranje po modelu američkog poglavlja 11 zahtijeva snažni pravosudni sustav, te se državama gdje pravosuđe relativno slabo savjetuje uvođenje više opcija i modela suočavanja sa stečajem kako bi između alternativnih procedura s vremenom „pobijedila" najefikasnija (npr. Claessens et al., 2001.[3]). No, trgovačko je sudstvo u Hrvatskoj bilo potpuno nepripremljeno i nespremno za stečajni postupak po novim pravilima, a osobito za restrukturiranja u stečaju koja su u biti institut anglosaksonskog prava, potpuno nepoznat u tzv. kontinentalnom pravu. Pored toga, mogućnost izbora alternativnih opcija ukinuta je izmjenama Stečajnog zakona 2006., odnosno ukidanjem opcije kupnje dužnika kao cjeline. Ukidanje opcije prodaje dužnika kao cjeline opširnije je obrađeno u 5.1.1., gdje je prezentirano zakonsko obrazloženje ukidanja, te statistika praktično provedenih prodaja dužnika kao cjeline u stečajnom postupku.

Valja uočiti i kako u samom SAD-u koji praktično služi kao uzor prema kojem se reformiraju stečajni zakoni u svijetu postoje nesuglasice oko koncepta restrukturiranja u stečaju, odnosno oko uloge tržišta i poglavlja 11. Oko toga se desetljećima spore Baird

[2] Opširnije o legislativnim izmjenama američkog Stečajnog zakona kod Jensen, Susan; **A Legislative History of the Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005**, American Bankruptcy Law Journal, lipanj 2005, Vol. 79, Issue 3, str. 485-56

[3] Claessens, Stijn; Djankov, Simeon; Mody, Ashoka; **Resolution of Financial Distress: An Overview**, Resolution of Financial Distress – An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws, World Bank Institute, Washington, 2001., str. XX

(profesor prava na *University of Chicago*) i LoPucki (profesor prava na *UCLA*), zajedno sa širim krugovima istomišljenika[4]. Nakon što su Baird i Rassmusen (2002.)[5] najavili kraj ere restrukturiranja u stečaju, LoPucki (2007.)[6] je na uzorku javne baze podataka[7] pokazao upravo suprotno, kako „vatrogasna" prodaja (odnosno žurna, izvanredna prodaja) vjerovnicima redovito donosi manje koristi nego reorganizacija.

U svakom slučaju, u SAD gdje su tržišta potpuno razvijena eventualno se i može diskutirati o tome da ulogu vrjednovanja dužnika potpuno preuzme tržište, no u Hrvatskoj se to još čini relativno dalekom budućnošću.

Višestrukim izmjenama hrvatskog Stečajnog zakona (do sada pet izmjena: 1999, 2000, dva puta tijekom 2003, i 2006)[8] proces restrukturiranja u stečaju se pokušao unaprijediti i učiniti primjenjivijim, no bez uspjeha – prema anketi provedenoj u svrhu ovog rada u Hrvatskoj je od 2000. do 2006. provedeno manje od 10 restrukturiranja u stečaju, a u istom je razdoblju na daleko najvećem trgovačkom sudu u Hrvatskoj, u Zagrebu (na kojemu se otvara i do 75% svih stečajeva u Hrvatskoj) provedeno samo jedno restrukturiranje.

Brojni su razlozi za tako malen broj, a ovdje se može navesti njih nekoliko:

- nepoznavanje Stečajnog zakona koji je odveć kompliciran – Barbić ukazuje na to kako je restrukturiranje u stečaju „vjerojatno **najsloženiji pravni zahvat uopće**" [9]!,
- nepostojanje tradicije i prakse restrukturiranja u stečaju,
- needuciranost ključnih aktera,
- širok opseg političkih intervencija u stečajni sustav,
- nerazvijenost tržišta i mehanizama procjenjivanja stvarne vrijednosti poduzeća,

[4] Ova diskusija je toliko intenzivna da je pisanje i objavljivanje članaka postao prespor način komunikacije među sudionicima, te je diskusija formalizirana i na Internet blogu (http://uchicagolaw.typepad.com/faculty/2007/09/october-h2h-lop.html, pristupljeno 01.07.2008.).

[5] Baird, Douglas; Rasmussen, Robert; **The End of Bankruptcy**, Stanford Law Review, Vol. 55, 2002.

[6] LoPucki, Lynn; Doherty, Joseph; **Bankruptcy Fire Sales**, Michigan Law Review, Vol. 106 Issue 1, 2007, str. 1-59

[7] Proporučljivo posjetiti: http://lopucki.law.ucla.edu/bankruptcy_research.asp (pristupljeno 01.07.2008.).)

[8] NN 44/96, 29/99, 129/00, 123/03, 197/03, i 82/06

[9] Barbić, Jakša: **Preustroj dužnika u stečaju**, Zbornik radova sa godišnjeg savjetovanja 'Aktualna pitanja hrvatskog gospodarstva i pravne prakse' u Opatiji 1996, Inženjerski biro, Zagreb, 1996., str. 13

- praktično nepostojanje penalizacije nepoštenih dužnika, i
- odgađanje stečaja i njegovo otvaranje tek nakon što je poduzeće ogoljeno od sve vrjednije imovine.

Nije stoga čudno što je mogućnost rehabilitacije u stečaju široj javnosti uglavnom nepoznata, osim iz slučajeva tzv. velikih stečajeva (npr. stečaj brodogradilišta Viktor Lenac) u kojima politička komponenta igra snažnu ulogu.

Izmjenama i dopunama Stečajnog zakona 2006. godine u Hrvatskoj je otvoren novi prostor za provedbu restrukturiranja u stečaju. Naime, uvedena je **opcija odgode ovrhe** na čije pravo polažu razlučni vjerovnici, i to ukoliko bi se njome ugrozila provedba „stečajnog plana“[10]. Naime, razlučni vjerovnici (praktično to su banke) imaju pravo u stečaju provoditi individualnu ovrhu (drugim je vjerovnicima to zabranjeno). Od 2006. ova ovrha razlučnih vjerovnika u stečaju može se odgoditi. To je učinjeno dobrim dijelom zbog otpora banaka koje u Hrvatskoj gotovo uopće nisu htjele razmatrati opcije restrukturiranja, već su kao razlučni vjerovnici unovčavali imovinu dužnika i tako potpuno onemogućavali provedbe stečajnih planova.

Uređeno je kako će se ovrha odgoditi, i to ukoliko razlučni vjerovnik traži ovrhu u stečajnom postupku, a nekretnina je dužniku prijeko potrebna radi privremenog nastavka poslovanja, ili je stečaj tek započet i prvo (izvještajno) ročište još nije ni održano, ili ako bi prodaja nekretnine ugrozila provedbu restrukturiranja. Razlučni vjerovnik ima pravo na kamate i na žalbu, a ovrha će se nastaviti ako su pretpostavke za njenu odgodu uklonjene.

Praktično, sve dok je dužniku nužno potrebna neka zgrada radi privremenog nastavka poslovanja (npr. proizvodna hala, i sl.), a na njoj postoji založno pravo, ta se zgrada ne može ovršiti u stečajnom postupku. Ovime su prava razlučnih vjerovnika bitno ograničena, te se pojedini autori ovome izrazito protive. Eraković ističe: „Osiguranje založnim pravom gubi smisao ako se ono dovodi u pitanje otvaranjem stečajnog postupka nad dužnikom. Razlučni bi vjerovnici trebali trpjeti odgodu ovrhe za koje vrijeme bi stečajni upravitelj, uz 'podršku' stečajnih vjerovnika i stečajnog suca 'pokušavao' nastaviti poslovanje stečajnog dužnika ili vršio pripreme za prihvaćanje stečajnog plana.“[11]

[10] čl 164 st. 7 SZ

[11] Eraković, Andrija: **Namirenje razlučnih vjerovnika**, Ovrha i stečaj – aktualnosti zakonodavstva i sudske prakse, Inženjerski biro, Zagreb, 2007., str. 53

Slično ovome Dika navodi slijedeće: „Slabljenje pozicije razlučnih vjerovnika u stečaju rezultirat će uvođenjem dopunskih osiguranja, npr. jamstava, ili poskupljenjem pa i uskraćivanjem kredita rizičnim dužnicima, pa stoga nepotrebnim generiranjem njihova stečaja koji bi eventualno uz kredite mogli izbjeći.“[12]

Nakon vremenskog odmaka od kad su učinjene izmjene u Stečajnom zakonu može se uočiti kako se ništa bitno nije promijenilo u bankovnim strategijama kreditiranja trgovačkih društava. Ni prije izmjena Stečajnog zakona, kao ni poslije njih većina banaka nije kreditirala rizične dužnike, razina kolaterala nije se izmijenila, a nije došao niti nekakav novi val stečajeva. Kako to objasniti?

Često se pokušava razlučno pravo (tj. založno pravo) etablirati kao nedodirljivo, apsolutno, neupitno, i neizmjenjivo. No, stečajni zakoni u svijetu općenito nisu nepristrani, već favoriziraju određenu stranu u postupku, bilo dužničku, bilo vjerovničku. U SAD-u i Francuskoj, primjerice, stečajni su zakoni naklonjeni dužničkoj strani i nastoje održati poslovanje i radna mjesta dužnika, dok su u Njemačkoj (i stoga i Hrvatskoj koja je prepisala njemački Stečajni zakon) naklonjeni vjerovničkoj strani. Pojedini pravni teoretičari u Hrvatskoj redovito promoviraju prava razlučnih vjerovnika, tj. banaka[13], a prava dužnika se pritom zanemaruju. Nije nelegitimno zahtijevati veća prava dužnika u postupku, a razlučni su vjerovnici sasvim dobro zaštićeni u Hrvatskoj, i imaju prilično velika prava.

Nadalje, razlučni vjerovnici su uglavnom banke, a poslovna politika urednih banaka jest kreditiranje stabilnih poduzeća, odnosno siguran plasman uz što je moguće niži rizik. Banke se ne bave prometom nekretnina, nego prvenstveno prikupljanjem štednje i plasmanom kredita iz te štednje. Stoga se prije odobrenja kredita intenzivno analizira poslovanje trgovačkog društva kako bi se uvidjelo može li ono kredit uredno servisirati, tj. vraćati. Banka uvijek cilja na to da se kredit vraća iz redovnog i urednog poslovanja, a ako se analizom potencijalnog dužnika pokaže da on to neće biti u stanju učiniti kredit se neće odobriti, i hipoteka se neće ni upisati. Založno pravo je nužno zlo, osiguranje u krajnjem slučaju, i kada banka ne može svoja potraživanja naplatiti drugačije nego ovrhom već se nalazi u poteškoćama, jer kako je rečeno osnovni posao banke nije kupoprodaja nekretnina.

Stoga, kada se banka nađe u situaciji da je krivo procijenila klijenta te se mora naplatiti kroz instrument osiguranja – nekretninu, već tada ima problem. Ako 'tragedija'

[12] Dika, M.: **Četvrta novela stečajnog zakona**, Narodne novine, Zagreb, 2006., str. 49

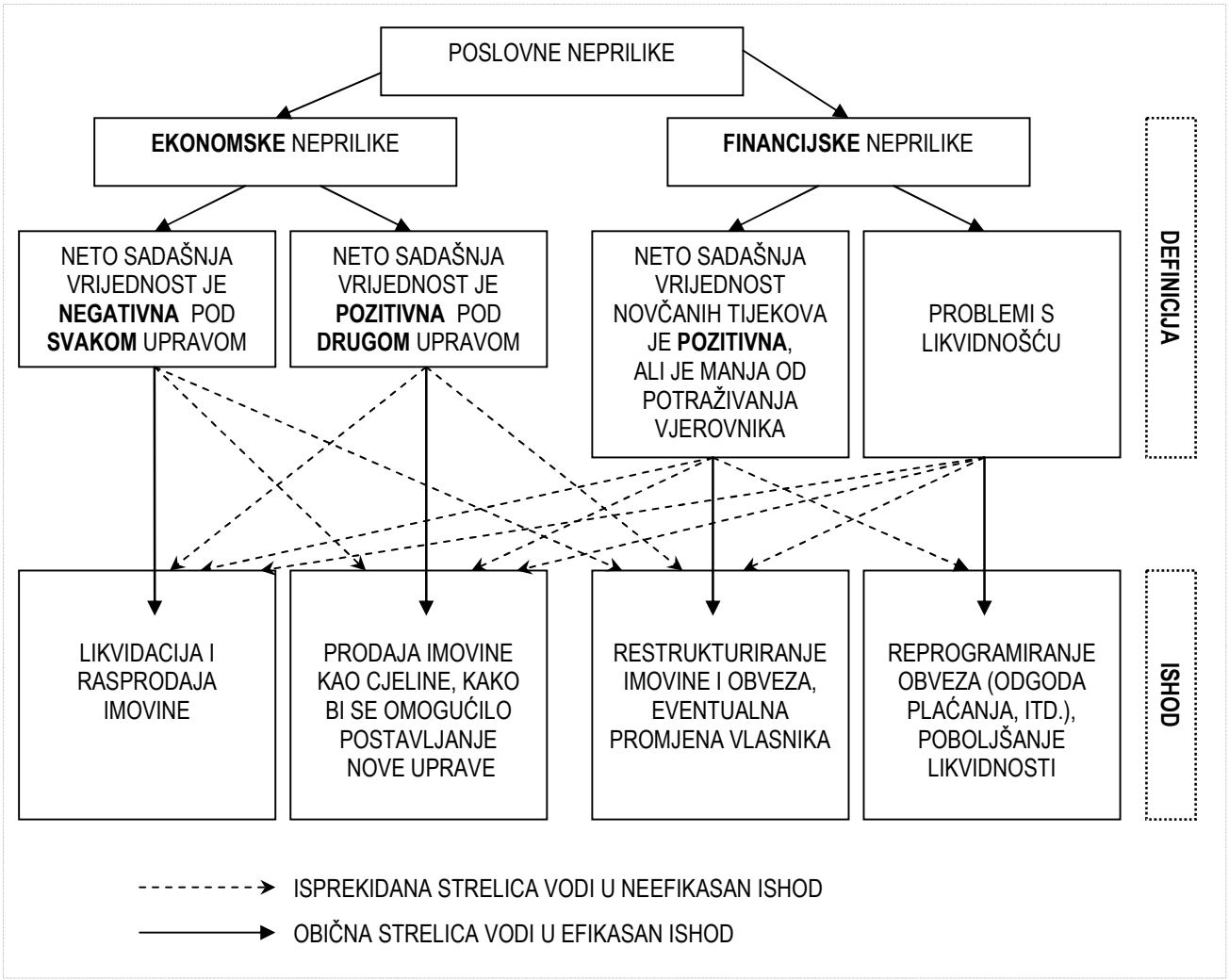
[13] Valja napomenuti i kako su pojedini stručnjaci koji su sudjelovali u stvaranju zakona također i pravni savjetnici pojedinih banaka.

postoji ona je nastupila činjenicom da se banka ne može naplatiti drugačije nego kroz ovršni postupak, a sama odgoda ovrhe nije ništa dramatično što će značajno izmijeniti kreditnu politiku banaka. U tom smislu, (uredne) banke smatraju promašajem ukoliko kredite moraju namirivati putem ovrhe, a to što će se ovrha odgoditi u sjeni je činjenice loših plasmana. Transfer izvora namirenja potraživanja banke s osnove kredita sa direktnog novčanog na indirektni iz ovršnog postupka remeti dugoročni plan priljeva novčanih sredstava i tjera banku na efikasniji *ex-ante screening* proces (opširnije u trećem poglavlju), a odgoda ovrhe samo intenzivira zahtjev povećanja ove efikasnosti.

Ključno je pokrenuti stečaj na vrijeme, kada se dužnik još može restrukturirati. Kako bi se to postiglo, valja učiniti jasniju distinkciju poštenih i nepoštenih stečajeva. Dakle, nužno je potrebno pojednostavljenje procedure, popularizacija i demistifikacija koncepta restrukturiranja u stečaju.

Trgovačko društvo može imati poslovne neprilike vrlo različitog opsega, od redovnih, svakodnevnih problema do fundamentalnih poteškoća s poslovanjem. Kod poteškoća valja prije svega razlikovati ekonomske neprilike i financijske neprilike, što je prikazano grafikonom 6. Ekonomski efikasan ishod različit je za svaki tip neprilika.

Grafikon 6. Vrste poslovnih neprilika i mogući ishodi[14]



Kod **ekonomskih** neprilika neto sadašnja vrijednost imovine društva je negativna, te promatrano s financijske pozicije trebalo bi zatvoriti trgovačko društvo. No, moguće je da imovina društva pod drugim menadžmentom stvara pozitivnu neto sadašnju vrijednost, te bi u tom slučaju bilo ekonomski efikasno prodati društvo novim vlasnicima koji će bitno unaprijediti menadžment.

Financijske neprilike podrazumijevaju pozitivnu neto sadašnju vrijednost imovine društva, ali iznos dugova premašuje sadašnju vrijednost novčanih tijekova koje generira imovina. Ovdje se radi o insolventnosti, ali promatrajući sa socijalne pozicije imovina društva stvara pozitivnu vrijednost. U tom slučaju ekonomski efikasno bi bilo reprogramiranje dugova

[14] Izvor: autorova adaptacija iz Wihlborg, Clas; **Insolvency and Debt Recovery Procedures in Economic Development** – An Overview of African Law, United Nations University - WIDER Discussion Paper, 27/2002, str. 4.

i rehabilitacija, uz eventualno restrukturiranje šireg opsega. Društvo može imati financijskih neprilika i ako sadašnja vrijednost novčanih tijekova premašuje iznos obveza po dugovima, što znači da je financijski sustav iz nekog razloga neuspješan u izvršavanju svoje uloge, a ta je uloga (među ostalim) osiguranje likvidnog položaja solventnim društvima. Rješenje je infuzija likvidnošću, ili reprogramiranje duga u bilo kojem opsegu.

Teškoće u dizajniranju ekonomski efikasnih stečajnih procedura koje bi za svaku od navedenih neprilika vodila u efikasan ishod leže primarno u asimetričnosti informacija, odnosno u problemu informiranja o stvarnim uzrocima neprilika. Kada neprilike nastupe dužnik i vjerovnici mogu različito definirati uzrok neprilika, a ni jedni ni drugi možda neće imati valjane dokaze za svoju definiciju neprilika. Samo efikasna stečajna procedura tada može pomoći u nastalom konfliktu interesa. Neefikasna stečajna procedura bit će naklonjena određenom ishodu u svakom slučaju, te će gotovo svaku poslovnu nepriliku promatrati ili kao još jedno društvo koje je potrebno likvidirati, ili kao još jednog dužnika kojeg valja sanirati.

Dakle, ne treba govoriti o pro-vjerovničkim ili o pro-dužničkim stečajnim procedurama, nego o ekonomski efikasnim stečajnim procedurama. Te se procedure trebaju definirati *ex-ante*, prije nego dođe do neprilika, jer kada neprilike nastanu iznimno je teško provesti efikasnu proceduru ako te procedure nisu dobro definirane i uhodane, i to zbog spomenute asimetričnosti informacija. Nepostojanje efikasnih stečajnih procedura prolongira i produbljuje gospodarsku krizu, te ako se održiva poduzeća likvidiraju, a neodrživa rehabilitiraju može doći i do makroekonomske krize.

U Hrvatskoj je ova tema sasvim očita na primjeru brodogradilišta, za koje plan restrukturiranja stiže tek nakon pritisaka iz Europske unije[15]. Ova velika poduzeća koja posluju jedino zahvaljujući neprestanim infuzijama iz proračuna nipošto nisu hrvatska specifičnost (npr. talijanski Fiat, europski Airbus, itd.), ali jesu objekt na osnovi kojeg se može zaključivati o efikasnosti pojedinog stečajnog sustava.

Postoje jasni dokazi (npr. Caprio i Klingebiel, 1996[16]) kako neefikasne stečajne procedure mogu dovesti i do bankovnih kriza koje mogu imati devastirajući učinak na cjelokupno gospodarstvo države. No, treba reći kako malo koja država *želi* imati neefikasnu

[15] Kada bi se ovo pitanje uopće riješilo da Hrvatska nema ambiciju biti članicom EU?

[16] Caprio Jr, Gerard; Klingebiel, Daniela; **Bank Insolvencies: Cross Country Experience**, World Bank Policy Research Working Paper No. 1620., 1996.

stečajnu proceduru te kao posljedicu gospodarsku krizu – jednostavno se radi o tome da je efikasnu stečajnu proceduru iznimno teško postići. Brojni su razlozi za to, a jedan od ključnih je problem realnog vrjednovanja imovine društva u poteškoćama. U grafikonu 6. na više mjesta stoji „neto sadašnja vrijednost“, no upravo tu neto sadašnju vrijednost vrlo je teško realno iskazati.

4.1. Restrukturiranje u stečaju i „stečajni plan“

Intencija ovog rada nije nametanje novog terminološkog okvira, ali teško je ne reagirati na nelogičnosti rječnika hrvatskog stečajnog zakonodavstva.

Termin „restrukturiranje u stečaju“ (nasuprot onog definiranog zakonom – „stečajni plan“) u ovom je radu izabran zbog naravi procesa i stvarnih aktivnosti koje se događaju u ovom stečajnom postupku. Restrukturiranje u ovom radu valja razumjeti u doslovnom smislu, dakle, kao ponovno strukturiranje, odnosno kao izmjenu strukture imovine, glavnice, obveza, organizacijskog modela poslovanja, financiranja, ili bilo koje navedene komponente pojedinačno. Uz 'restrukturiranje' koristi se i 'reorganizacija' kao sinonim.

S druge strane, zakonska definicija odnosno „stečajni plan“ je prilično neodređena sintagma jer može označavati sve planove u stečajnom postupku, npr. plan unovčenja imovine, plan diobe, plan razvrstavanja vjerovnika, plan namirenja radničkih potraživanja, itd. To je doslovni prijevod njemačkog izvornika u kojem stoji *Insolvenzplan*, ali se u prijevodu izgubila suština. Sasvim je moguće da neki sudionik stečajnog postupka (npr. radnik kod dužnika) pod „stečajnim planom“ podrazumijeva plan likvidacije dužnika, jer ograničavanje značenja sintagme „stečajni plan“ samo na ono propisano zakonom predstavlja bitno pojmovno suženje u koje javnost ne mora biti upućena.

„Stečajnim planom“ u smislu Stečajnog zakona provodi se zapravo restrukturiranje, i treba žaliti što je izmjenama Stečajnog zakona 2006. godine termin 'preustroj' potpuno izbačen iz zakona.

Osobito je nejasno zašto pojedini pravni stručnjaci pravdaju pokušaj izmjene naslova Stečajnog zakona u *Insolvencijski* zakon time što naslov Stečajni zakon "(…) ne pokriva u cijelosti sadržaj toga zakona – njime se ne indicira da taj zakon uređuje i institute poput

stečajnog plana (…)"[17]. Potom se riječ 'stečaj' izopćuje te se osim *Insolvencijskog* zakona govori i o *insolvencijskom* pravu, a drugi autori pišu o *insolvencijskom* upravitelju, itd.

Interesantno je primijetiti kako se za restrukturiranje u stečaju u SAD-u (pod poglavljem 11) uopće ne zahtijeva insolventnost dužnika, te insolventnost uopće nije nužan preduvjet za otvaranje postupka restrukturiranja u stečaju u SAD-u.

"Stečajni plan", odnosno restrukturiranje u stečaju može se provesti ako i samo ako je stečaj otvoren. Ne može se provoditi stečajni plan ako stečaj nije otvoren, tj. pokrenut. Tek u stečaju se može razmatrati restrukturiranje u stečaju, i zato je potpuno nejasno zašto naslov "Stečajni zakon" ne bi pokrivao i restrukturiranje u stečaju.

Osim „restrukturiranja“ pod istim značenjem koriste se još i izrazi reorganizacija, sanacija, reinženjering[18], menadžment zaokreta, preustroj, spašavanje, itd. U užem smislu riječi restrukturiranjem se smatra otpuštanje viška radnika, njihovo zbrinjavanje, te premještaj i realokacija postojećih radnika. U ovom radu, kako je već rečeno, izabrana je sintagma „restrukturiranje u stečaju“ kao najpotpunija i najsvrsishodnija.

4.2. Procjena vrijednosti stečajnog dužnika

U središtu restrukturiranja u stečaju nalazi se vrjednovanje dužnika kao živućeg entiteta, odnosno evaluacija vrijednosti imovine ukoliko bi dužnik nastavio poslovanje. Rezultat procjene vrijednosti dužnika velikim će dijelom ovisiti o metodi koja je korištena za procjenu imovine, te je stoga bitno odabrati relevantnu metodu koja će dati što je moguće realniju procjenu.

Osim procjene vrijednosti imovine, odluka o sanaciji umnogome će ovisiti o mogućnosti utvrđivanja uzroka poslovnih poteškoća koje su odvele tvrtku u stečaj. Ukoliko se ne može jasno utvrditi zašto je uopće poduzeće završilo u stečaju i koji je to slijed događaja doveo do nesretnog ishoda, teško može doći do stvarnog ozdravljenja trgovačkog društva.

[17] Mihajlo Dika, na više mjesta. Ovaj citat je iz Dika, M.; **Osnovna obilježja hrvatskoga stečajnoga prava**, u Računovodstvo trgovačkih društava u stečaju i likvidaciji, TEB Poslovno savjetovanje, Zagreb, 2001, fusnota 17 na str. 18.

[18] Reinženjering se prvenstveno odnosi na ponovno osmišljavanje cjelokupnog poslovanja, ali izvan stečaja.

Kada se govori o procjeni vrijednosti dužnika nastoji se sveobuhvatno promatrati cjelokupni organizam pravne osobe stečajnog dužnika. Taj organizam ima materijalnu i nematerijalnu imovinu, i to ne samo onu koja je iskazana bilancom. U obzir bi trebalo uzeti i:

- kvalitetu odnosa sa poslovnim partnerima i zaposlenicima,
- kompetencije zaposlenika,
- konkurentnost na tržištu i tržišnu poziciju,
- tradiciju poslovanja[19],
- kvalitetan marketing koje je rezultirao pozitivnom slikom dužnika u javnosti (dobar „imidž“), prepoznatljivošću dužnikovih robnih marki, itd.,
- utjecaj dužnikovog poslovanja na lokalnu zajednicu,
- strateške državne interese, i
- ostale elemente koji se ne mogu dobro iskazati pojedinim bilančnim stavkama, ali zasigurno utječu na sveobuhvatnu vrijednost dužnika.

Utjecaj ovih elemenata nije jednostavno analizirati jer je ove pozicije vrlo teško kvantificirati (najčešće su nemjerljive), te se stoga valja osloniti na primjenjive metodologije. Vjerovnik se u stečajnom postupku ne može naplatiti niti iz imidža, niti iz tradicije, niti iz prepoznatljivosti robnih marki. Dakle, u analizi izvedivosti sanacije možemo govoriti samo o mjerljivim i procjenjivim novčanim iznosima, a sve ostalo ne može biti argument za spašavanje. No, s druge strane, cilj vrjednovanja poduzeća u svrhu procjene izvedivosti i opravdanosti restrukturiranja u stečaju jest odrediti vrijednost stečajnog dužnika *kao cjeline*, a ne parcijalno određivanje vrijednost dužnikove imovine.

Problem pri procjeni vrijednosti dužnika u okolnostima odlučivanja o restrukturiranju u stečaju predstavlja specifičan *dualizam* vrijednosti dužnikove imovine. Naime, imovina dužnika nema jedinstvenu, opću, odnosno generalnu vrijednost koja se jednostavno može iskazati u novčanim jedinicama, nego taj iznos vrlo često (ovisno o vrsti imovine) ovisi o ambijentu u kojem se imovina nalazi. Ista imovina koja se nalazi u okruženju uspješnog i uglednog poslovnog subjekta ima u ambijentu društva u poteškoćama bitno drugačiju vrijednost. Imovina u okruženju neuspješnog društva u likvidacijskom stečaju ima značajno

[19] Kao primjer važnosti ove stavke može se uzeti mesna industrija Gavrilović kojoj nakon ratnih razaranja nije preostalo ništa osim imena i tradicije, no svejedno se uspjela izdići i na starom imenu vratiti tržišnu poziciju.

manju vrijednost te se redovito rasprodaje ispod realne cijene, što osigurava manji iznos koji se može podijeliti vjerovnicima.

Osim dualizma postoji i *sinergijski efekt* imovine. Trgovačko društvo gotovo uvijek vrijedi više nego zbroj pojedinih elemenata njegove imovine. Stoga je bilanca samo okvirni indikator sumarne vrijednosti imovine društva, a ne i realni pokazatelj integralne vrijednosti dužnika. Slabost računovodstvenog sustava općenito i principa sastavljanja bilance jest u tome što bilanca nije dobar pokazatelj vrijednosti društva niti u stečaju, a niti u situacijama preuzimanja i spajanja dioničkih društava, kada se za većinski paket dionica treba izdvojiti manja ili veća premija.

Društvo može imati goodwill koji može, ali i ne mora biti adekvatno prikazan u bilanci, no prije svega ima potencijal stvaranja buduće dobiti. Brzom, „isforsiranom" prodajom u stečajnom postupku gotovo je nemoguće postići realnu cijenu imovine, te je poduzeće gotovo uvijek vrjednije kao cjelina nego kao zbroj partikularnih jedinica imovine koja sačinjava to društvo.

Što se radnika tiče, valja uočiti kako oni mogu imati znanja i vještine koje ne mogu donositi dodanu vrijednost nijednom drugom poslodavcu osim onom kod kojeg su ta znanja i vještine stekli, i kod kojeg su ih primjenjivali. Kada taj poslodavac zapadne u ozbiljne poslovne poteškoće gubi se i potencijal tih radnika, odnosno njihov kapacitet za stvaranje vrijednosti, kako u trgovačkom društvu, tako i u društvu općenito. Ova znanja i vještine najčešće ni na koji način nisu iskazani u knjigovodstvenom sustavu poslodavca, te stoga ne mogu ni biti predmetom ovrhe, prodaje, ili procjene. Ona imaju svoju vrijednost jedino ukoliko dužnik nastavi svoje poslovanje.

Zakonodavac prepoznaje ovaj dualizam, odnosno sinergiju, te indirektno nalaže stečajnom upravitelju (odnosno izraditelju 'stečajnog plana') kako treba iskazati usporednu vrijednost imovine, i to ukoliko bi se poslovanje obustavilo i dužnik likvidirao usporedno s vrijednošću koju bi imao ako bi se dužnik restrukturirao, te kakve bi učinke imao nastavak poslovanja na namirenje vjerovnika[20].

Kako je već rečeno, cilj evaluacije dužnika jest odrediti vrijednost stečajnog dužnika kao cjeline, a ne određivanje vrijednosti dužnikove imovine. U tom smislu se metode procjene

[20] čl. 155 st. 1 SZ

vrijednosti dužnika kao cjeline pri analizi opravdanosti restrukturiranja u stečaju ne razlikuju od metoda koje se koriste pri analizama spajanja i pripajanja[21] trgovačkih društava.

Također je potrebno uočiti postojanje tendencije precjenjivanja vrijednosti imovine ukoliko se nastoji postići sanacijski cilj stečajnog postupka, no ovo precjenjivanje najčešće nije u toliko velikom opsegu uzme li se u obzir kako se likvidacijom u prosjeku nepovratno uništava oko trećine vrijednosti društva kao cjeline (Anderson i Betker, 1995.[22]).

U nastavku se prezentiraju dvije temeljne metode procjene vrijednosti dužnika kao cjeline: metoda relativnog komparativnog vrjednovanja, i metoda diskontiranih novčanih tijekova.

4.2.1. Metode relativnog komparativnog vrjednovanja

Dvije su metode relativne komparativne valuacije: metoda usporedivih društava, i metoda usporedivih transakcija.

Metoda usporedivih društava

Metoda usporedivih društava određuje vrijednost dužnika u usporedbi sa dužniku sličnim poduzećima. Sastoji se od tri koraka:

a) identifikacije dužniku sličnih trgovačkih društava,
b) promatranja kako tržište vrednuje ova dužniku slična društva, i
c) primjene rezultata ovih vrednovanja na dužnika.

Ključni dio ove metode je definiranje uzorka poduzeća koja nalikuju dužniku, što umnogome ovisi o procjeni analitičara. Usporediva društva trebala bi nalikovati dužniku prije svega u razini rizičnosti i perspektivi rasta. Najčešće se ovaj uzorak usporedivih poduzeća bira na osnovi djelatnosti, veličine, profitabilnosti, i zaduženosti.

[21] eng. *mergers and acquisitions*

[22] Alderson, M.; Betker, B.; **Liquidation Costs and Capital Structure**, Journal of Financial Economics, Vol. 39, Iss. 1, 1995, str. 45-69

Nakon definiranja uzorka dužniku sličnih i usporedivih društava vrši se analiza financijskih omjera, a ukoliko su poduzeća zaista slična i omjeri bi trebali nalikovati. Potom se promatra tržišna vrijednost usporedivih poduzeća, pri čemu se u središte pažnje uzima ukupna vrijednost dužnika (TEV – *total enterprise value*) a TEV se definira kao tržišna vrijednost vlastitog kapitala + ukupni dug + povlaštene dionice – novac i novčani ekvivalenti[23]. TEV se koristi kao brojnik omjera, pri čemu se u nazivniku mogu nalaziti različite stavke bilance ili novčanog tijeka. Najčešći omjer je TEV / EBITDA, jer je EBITDA (dobit prije kamata, poreza, otpisa dugotrajne imovine, i amortizacije) uglavnom koreliran s veličinom društva, a koriste se i drugi poput TEV / EBIT, TEV / ukupni prihodi, itd.

Konačno, ovi omjeri se primjenjuju na stečajnog dužnika kako bi se dobio opseg vrijednosti u kojem se nalazi očekivan iznos ukupne vrijednosti dužnika. Primjerice, omjer TEV / EBITDA dobiven iz usporedivih društava množi se sa dužnikovim EBITDA kako bi se dobila okvirna vrijednost dužnika. Množenje nekoliko ovakvih omjera daje niz vrijednosti između kojih se (očekivano) nalazi stvarna ukupna vrijednost dužnika.

Metoda usporedivih društava vrednovanja je jednostavna, jasna, i lako primjenjiva, te je stoga u širokoj uporabi. No, nedostatak ove metode je očit: čak i kada se uspije konstruirati uzorak sličnih i usporedivih društava to još uvijek ne znači da ne postoje fundamentalne razlike između promatranog dužnika i tog uzorka, a subjektivno kompenziranje ovih razlika nije zadovoljavajuće rješenje. Povrh toga, korisnost povijesnih knjigovodstvenih podataka dužnika je upitna u trenutku kada se dužnik nalazi u stečaju.

Također, u Hrvatskoj financijska tržišta nisu razvijena, pa određivanje tržišne vrijednosti usporedivih društava također može predstavljati problem. Najjednostavnije je odrediti okvirnu tržišnu cijenu dioničkih društava čijim se dionicama aktivno trguje, no kod društava ograničene odgovornosti i dioničkih društava čije su dionice slabo likvidne teško će se odrediti tržišna cijena, što će rezultirati u velikom opsegu mogućih vrijednosti dužnika i visokoj vjerojatnosti njegovog podcjenjivanja ili precjenjivanja.

[23] Altman, Edward; Hotchkiss, Edith: **Corporate Financial Distress and Bankruptcy**, Wiley Finance, 2006., str. 106.

Metoda usporedivih transakcija

Metoda usporedivih transakcija u biti je vrlo slična metodi usporedivih društava, a razlikuje se u tome što su cijene plaćene za nedavne akvizicije sličnih (usporedivih) društava osnova za utvrđivanje vrijednosti dužnika.

Nedostatak je opet sasvim jasan, a sastoji se u tome je li uopće bilo akvizicija sličnih društava u nedavnoj prošlosti, a koje bi mogle poslužiti kao temelj za valuaciju dužnika. U hrvatskom gospodarskom okruženju, gdje okrupnjavanja i konsolidacije nisu česta pojava (a k tome i kada se dogode iznosi uglavnom ostaju poslovna tajna) ne može se očekivati česta primjena ove metode.

4.2.2. Metode diskontiranih novčanih tijekova

Metode diskontiranih novčanih tijekova promatraju ukupnu vrijednost dužnika kao diskontiranu sadašnju vrijednost očekivanih budućih novčanih tijekova, i zahtijevaju detaljne projekcije budućih performansi dužnika, odnosno kalkulacije budućih novčanih tijekova i prikladne diskontne stope.

Opći izraz određuje kako je ukupna vrijednost društva u sadašnjem trenutku (TEV_1) jednaka zbroju sadašnje vrijednosti novčanih tijekova tijekom promatranog razdoblja, i sadašnje ukupne vrijednosti društva na kraju promatranog razdoblja:

$$TEV_1 = \sum_{i=1}^{t} \frac{CF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TEV_t}{(1+WACC)^t}$$, pri čemu je

TEV = ukupna vrijednost društva[24]

CF = novčani tijekovi u promatranom razdoblju[25], i

WACC = ponderirani prosječni trošak kapitala[26].

Postoji više metoda koje u temelju imaju diskontiranje novčanih tijekova (opširnije kod Damodaran, 2002.)[27], a ovdje će se okvirno prezentirati dvije: metoda vrednovanja slobodnog novčanog tijeka, i metoda korigirane sadašnje vrijednosti.

[24] prema eng. *Total Enterprise Value*. Koriste se engleski akronimi radi lakše komparacije s postojećom literaturom.

[25] prema eng. *Cash Flow*

[26] prema eng. *Weighted Average Cost Of Capital*

Svaka je metoda onoliko dobra koliko su kvalitetna i dobra predviđanja iznosa budućih novčanih tijekova. Dakle, temeljna osnova uvijek su novčani tijekovi, i konačni rezultat ovisit će o predviđanju njihovih iznosa, a ne toliko o korištenoj metodi.

Metoda vrednovanja slobodnog novčanog tijeka

Metoda vrednovanja slobodnog novčanog tijeka (nadalje: FCF[28]) je najčešće korištena među metodama diskontiranja novčanih tijekova. Novčani tijekovi se definiraju kao ukupni novčani tijekovi nakon poreza, koji su slobodni i stoje na raspolaganju svim dobavljačima kapitala – i vjerovnicima i dioničarima, odnosno vlasnicima. Ovi se novčani tijekovi diskontiraju po stopi koja odražava oportunitetni trošak investiranja u projekt podjednake razine rizika, poznatijoj kao prosječni ponderirani trošak kapitala (WACC).

Novčani tijek FCF metode računa se prema jednadžbi:

FCF = EBIT (1 – porezna stopa)
+ otpisi dugotrajne imovine i ostali nenovčani troškovi
+ kapitalni troškovi
– promjena u neto radnom kapitalu.

Rezultat se može promatrati kao novčani tijek nakon poreza koji bi bio dostupan dioničarima (vlasnicima) kada društvo ne bi imalo duga, te na njega ne djeluje financijska struktura dužnika. Dakle, porezne olakšice koje proizlaze iz isključivanja kamata iz porezne osnovice i poreznih štitova koji omogućavaju plaćanje manjih poreza (amortizacija) nisu uključene u novčani tijek, a porezna plaćanja promatraju se kao umnožak očekivanog EBIT i porezne stope. No, premda financijska struktura kod FCF ne utječe na novčani tijek ona itekako utječe na WACC kojom se diskontira taj novčani tijek.

Diskontna stopa, odnosno prosječni ponderirani trošak kapitala računa se prema jednadžbi:

$\mathbf{WACC} = r_d\,(1-t) \times D / V + r_e \times E / V$, pri čemu je

r_d = očekivani prinos na dug stečajnog dužnika nakon restrukturiranja,

[27] Damodaran, Aswath; **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, Wiley Finance, 2nd edition, 2002.

[28] prema eng. *Free Cash Flow*

t = porezna stopa,

D / V = proporcija tržišne vrijednosti restrukturiranog društva koja je financirana dugom,

r_e = trošak vlastitog kapitala, i

E / V = proporcija tržišne vrijednosti restrukturiranog društva koja je financirana vlastitim kapitalom.

Za izračun troška vlastitog kapitala uobičajeno se koristi CAPM[29] model vrednovanja, gdje r_e iznosi:

$\boldsymbol{r_e = r_f + \beta_\varepsilon \times (r_m - r_f)}$, pri čemu je

r_f = bezrizična kamatna stopa,

β_ε = beta za vlastiti kapital, tj. mjera sustavnog, tržišnog rizika, i

r_m = tržišni prinos, odnosno ($r_m - r_f$) je premija za tržišni rizik.

bezrizična kamatna stopa u praksi se promatra kao stopa prinosa na dugoročne državne obveznice.

Kako u slučaju stečajnih dužnika β_ε pokazatelji temeljeni na povijesnim prinosima na vrijednosnice dužnika nisu sasvim smisleni, stoga što kako se društvo približava stečaju postaju negativni, te kako brojni dužnici nemaju dionica kojima se javno trguje, najbolja je alternativa koristiti beta pokazatelje za usporediva društva, pri čemu se oni trebaju korigirati zbog razlika u razini zaduženja stečajnog dužnika i usporedivog društva.

Procjena premije za tržišni rizik može se postići usporedbom prinosa vodećih tržišnih indeksa i državnih vrijednosnica kroz duže vremensko razdoblje.

Nakon izračuna novčanog tijeka i troška kapitala, iz:

$$TEV_1 = \sum_{i=1}^{t} \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TEV_t}{(1+WACC)^t}$$

još preostaje utvrditi konačnu vrijednost društva TEV_t, odnosno ukupnu vrijednost društva na kraju promatranog razdoblja $\{1,\ldots t\}$. Konačna vrijednost društva je u biti procjena ukupne vrijednosti društva nakon restrukturiranja u stečaju, odnosno zbroj svih novčanih tijekova nakon promatranog razdoblja.

[29] eng. *Capital Asset Pricing Model*

Kako se pretpostavlja da će društvo nakon restrukturiranja trajno poslovati konačna vrijednost ima najveći udio u izračunu, te medijan diskontirane konačne vrijednosti (*TEV*) u trenutku *t* u uzorku studije koju su prezentirali Gilson, Hotckiss i Ruback (2000.)[30] iznosi 70,5% procjene ukupne vrijednosti dužnika. Dakle, u SAD-u prosječno gotovo tri četvrtine ukupne vrijednosti dužnika čini *TEVt.*

Postoje dva uobičajena načina procjene konačne vrijednosti. Prvi način koristi pristup metoda komparativne valuacije, te primjenom omjera (npr. CF/EBITDA za usporedivo društvo) na novčani tijek neposredno nakon promatranog razdoblja (t + 1) nastoji procijeniti standardni novčani tijek iz uobičajenog poslovanja koji bi se trebao trajno održati. Drugi način primjenjuje određenu stopu rasta (*g*) na novčani tijek, pri čemu se stopa rasta treba definirati vrlo oprezno, jer vrlo male promjene mogu značajno utjecati na konačni rezultat procjene.

Metoda korigirane sadašnje vrijednosti

Premda se općenito preporučuje primjena FCF metode koja je i najčešće korištena, metoda korigirane sadašnje vrijednosti (nadalje: APV[31]) lakše se implementira te se također može uporabiti pri vrednovanju stečajnog dužnika. Ukoliko se struktura kapitala značajno mijenja tijekom razdoblja promatranja FCF postaje posvema složena, a APV je i bolje prilagođena za kompleksne porezne situacije tijekom restrukturiranja u stečaju.

APV se temelji na Modigliani-Miller modelu (1958.)[32], te je TEV ovdje suma vrijednosti operativne imovine i sadašnje vrijednosti dužničkih poreznih štitova. Pod poreznim štitom smatraju se dopušteni načini smanjenja obveze plaćanja poreza, te su kamate ustvari jedan od dužničkih poreznih štitova (uz npr. neto operativni gubitak).

Nažalost, obje navedene metode diskontiranja novčanog tijeka su u Hrvatskoj primjenjive samo uz određenu ogradu. Ove metode se oslanjaju na razvijeno i stabilno tržište, odnosno na tržište koje dugoročno i sustavno procjenjuje sva poduzeća i njihove performanse.

[30] Gilson, S.; Hotchkiss, E.; Ruback, R.; **Valuation of Bankrupt Firms**, Review of Financial Studies, Vol 13 No. 1, str. 57, 2000. Dostupno na http://ssrn.com/abstract=110388 (Pristupljeno 18.07.2008.)

[31] prema eng. *Adjusted Present Value*

[32] Modigliani, F.; Miller, M.; **The Cost of Capital, Corporation Finance, and Theory of Investment**, American Economic Review, 06 / 1968.

U Hrvatskoj ne postoji ni dugoročna (razdoblje promatranja je u najboljem slučaju 15 godina), ni razvijena, ni stabilna komponenta tržišta.

Tako je trošak vlastitog kapitala osobito teško procijeniti jer u Hrvatskoj ne postoji dugotrajno stabilno razdoblje čiji bi podaci bili osnova za kalkulacije. Političko-ekonomski preokreti u regiji predstavljaju konstantno prisutnu varijablu koja rezultira periodičnim strukturalnim udarcima na tržište, uz ovo učinjene su i pripremaju se duboke i temeljne reforme (npr. u trenutku pisanja ovog rada očekuje se novi Zakon o tržištu kapitala), financijsko tržište se u biti još u ustrojava (tek izlaskom dionica T-HT i šira se javnost uključila na financijska tržišta), te se ne mogu jednostavno izolirati tržišni rizici od ne-tržišnih, eksternih rizika. Primjerice, prosječna premija za tržišni rizik znatno fluktuira ovisno o izboru razdoblja, mnoga društva uopće ne sudjeluju na burzi odnosno njihove su dionice nelikvidne, pa se ne može izračunati i njihov β indikator.

Ovo nikako ne znači kako su navedene metode u Hrvatskoj nekorisne. U hrvatskom okruženju potrebno je napraviti procjenu prema svim navedenim metodama (ukoliko je to moguće), usporediti rezultate i među njima nastojati interpolirati vjerojatnu ukupnu vrijednost stečajnog dužnika, te uvijek imati na umu ograničenja primjene ovakvih modela na ovdašnjim podacima.

4.3. Vrste i cilj restrukturiranja u stečaju

Barbić navodi kako je „preustroj skup mjera koje se poduzimaju u odnosu na stečajnog dužnika kako bi on nastavio s poslovanjem (*podcrtao D.S.)* svog poduzeća i bio u stanju stjecati prihod.“[33] No, što je s likvidacijom dužnika tijekom restrukturiranja u stečaju?

Naime, pravni teoretičari osim reorganizacijskog cilja „stečajnog plana“ navode i likvidacijski cilj „stečajnog plana“[34]. Smatraju da „stečajnim planom“ vjerovnici bolje mogu ostvariti svoje interese jer planom smiju odstupiti od pravila o unovčenju i raspodjeli stečajne mase, te im se želi ostaviti mogućnost da i kroz „stečajni plan“ likvidiraju dužnika. Nadalje,

[33] Barbić, Jakša: **Preustroj dužnika u stečaju**, Zbornik radova sa godišnjeg savjetovanja 'Aktualna pitanja hrvatskog gospodarstva i pravne prakse' u Opatiji 1996, Inženjerski biro, Zagreb, 1996., str. 10.

[34] Dika, M.: **Pravne posljedice otvaranja stečajnog postupka**, Narodne novine, Zagreb, 2002., Garašić, Jasna; **Sadržaj stečajnog plana**, Novosti u stečajnom pravu, Organizator, Zagreb, 2001.

smatra se da bi se svođenjem „stečajnog plana“ samo na sanacijski cilj ograničila autonomija vjerovnika. Garašić navodi: „Stečajni plan jest instrument kojim se preustroj dužnika može urediti, ali on ne mora uvijek imati preustroj za cilj“[35]. Hoće se reći kako cilj „stečajnog plana“, odnosno restrukturiranja u stečaju može biti i likvidacija dužnika.

Uvođenjem likvidacije kao mogućeg ishoda i u restrukturiranju i u klasičnom likvidacijskom postupku zanemaruje se vrlo bitna činjenica: „stečajni plan“ odnosno restrukturiranje u stečaju u hrvatski stečajni sustav uvedeno je upravo kako bi se omogućila alternativa likvidacijama u stečaju. Ako će se i u restrukturiranju dužnik likvidirati tada se potpuno ignorira smisao restrukturiranja u stečaju.

Nadalje, „stečajni plan“ ne postoji zato da bi se zaštitila vjerovnička prava, nego zato da bi se poštenom dužniku kroz stečajnu katarzu i radikalni redizajn poslovnih procesa omogućio nastavak poslovanja, ozdravljenje, održanje radnih mjesta, i stvaranje prihoda kojima bi namirio svoje vjerovnike i iz kojih bi plaćao poreze i ostala davanja za državu. Dakle, „stečajni plan“ je procedura kojom se održivi dužnik nastoji zaštititi od vjerovnika koji se itekako znaju iracionalno i ne-ekonomski ponašati, te prečesto žele likvidirati gospodarsku jedinicu koja još uvijek može donositi tijekove koristi kako za užu tako i za širu gospodarsku zajednicu. Vjerovnici se nerijetko odlučuju za manje novca ranije umjesto za više novca kasnije[36], te nastoje likvidirati dužnika i kada to nije ekonomski efikasan ishod stečaja.

Institut „stečajnog plana“ treba barem djelomično vratiti ravnotežu u naklonosti Stečajnog zakona te vratiti dio prava i dužniku (tj. njegovom poduzeću), jer je hrvatski Stečajni zakon u potpunosti okrenut zaštiti vjerovnika, a ta zaštita često zna dovesti i do ekonomski izopačenih ponašanja vjerovnika[37].

Restrukturiranje u stečaju uvedeno je po uzoru na anglosaksonsko pravo (tj. po uzoru na reorganizaciju u stečaju prema poglavlju 11 američkog Stečajnog zakona). U SAD-u nema ni govora o tome da se reorganizacijom po poglavlju 11 likvidira dužnik, jer je to protivno

[35] Garašić, Jasna; **Sadržaj stečajnog plana**, Novosti u stečajnom pravu, Organizator, Zagreb, 2001., str. 231.

[36] Misli se na činjenicu kako se kroz poslovanje dužnika vjerovnici često mogu naplatiti u većoj mjeri nego rasprodajom njegove imovine.

[37] Katkad se čini kako je koncept zaštite vjerovnika u hrvatskom stečajnom sustavu nedodirljiv, te svaki put kada se nastoji pomoći poštenom dužniku da preživi stečaj dolazi do značajnog otpora zaštitnika vjerovničkih *prava.*Vjerojatni uzrok ovome jest praksa pretjerane zaštite vjerovnika u razdoblju socijalizma koje su se dizajneri novog stečajnog sustava samostalne Republike Hrvatske nastojali riješiti.

smislu i svrsi reorganizacije. Likvidacija se vrši prema poglavlju 7. Također, promatrajući stvarne životne situacije možemo uočiti kako teorija zaista govori jedno, a praksa pokazuje sasvim drugo, jer u hrvatskoj praksi ne samo da ne postoje likvidacijski „stečajni planovi“ [38], jer i sanacijski „stečajni planovi“ su još uvijek iznimka.

Likvidacijski cilj „stečajnog plana“ prenesen je iz njemačke teorije, no u hrvatskoj se praksi može smatrati gotovo potpuno nevjerojatnim da će vjerovnici prolaziti kroz proceduru odlučivanja o izradi, i zatim kroz torturu procesa prihvaćanja „stečajnog plana“, a sve s ciljem kako bi likvidirali dužnika. Ukoliko žele likvidirati dužnika, tj. rasprodati njegovu imovinu i izbrisati mu ime[39] to mogu učiniti u klasičnom stečajnom postupku, a ne u kompleksnom procesu restrukturiranja („stečajnog plana“). Kao dokaz ovoj tezi o likvidacijskom cilju „stečajnog plana“ kao sasvim izlišnom može se prezentirati proces odlučivanja o prihvaćanju izrađenog plana, a kroz koji je potrebno proći kako bi se plan zaista realizirao.

Potrebno je kritički i odmjereno preuzimati strana rješenja u domaće okruženje, jer je sasvim nejasno iz kojeg bi razloga ijedan vjerovnik odabrao mukotrpan proces odlučivanja i prihvaćanja stečajnog plana, da bi tim planom u konačnici dužnik bio likvidiran. Sve ono što bi eventualno vjerovnici takvim likvidacijskim planom mogli postići to mogu učiniti i u klasičnom stečajnom postupku, jer je ključ ishoda stečaja u njihovim rukama, te sve ovisi o njihovoj odluci. Stoga, provoditi „stečajni plan“ radi likvidacije dužnika u Hrvatskoj se čini potpuno bespredmetnim.

Vjerovnici se, dakle, samo trebaju dogovoriti što žele i kako će to postići (naravno, u okviru zakona), te ishod stečajnog postupka ovisi najvećim dijelom o njima. Otvaranjem stečajnog postupka imovina je dužnika indirektno prenesena u vlasništvo vjerovnika, a oni se trebaju dogovoriti što će s njom učiniti. U praksi se pokazuje kako je upravo to najteže – postići da se vjerovnici dogovore. Ovdje bi zakonodavac trebao intervenirati, i u slučaju da vjerovnici ne mogu postići konsenzus treba prenijeti ovlast o odlučivanju o restrukturiranju u stečaju na stečajnog upravitelja ili suca kao nezavisne osobe koje su postavljene s ciljem namirenja vjerovnika i/ili provedbe restrukturiranja. Upravitelj ili sudac trebaju procijeniti postoji li perspektiva restrukturiranja, i je li opstanak (poštenog i održivog) dužnika realan, moguć i opravdan.

[38] Bilo bi interesantno napraviti anketu sudionika stečajnog postupka i pitati jesu li čuli i provode li likvidacijske „stečajne planove“.

[39] iz sudskog registra

Ovo nije neznatna izmjena u procesu, ali se time deklarira kako nije svejedno hoće li dužnik nestati ili opstati, te kako se nastoji sačuvati gospodarska aktivnost u mikrookruženju društva-dužnika, a time i indirektno u makrookruženju. Tako bi se saniralo i oporavilo održivo insolventno društvo, te bi ono nakon namirenja vjerovničkih potraživanja moglo nastaviti doprinositi razvoju gospodarstva, a radna mjesta (kojih je uvijek premalo) bi se sačuvala.

Je li prijenos ovlasti odlučivanja o mogućnosti restrukturiranja na stečajnog upravitelja ili suca, u slučaju da se o tome vjerovnici ne mogu dogovoriti, umanjenje prava vjerovnika? Ne, jer vjerovnici u takvom slučaju pokazuju kako nisu sposobni starati se o imovini dužnika, pošto ih njihovi partikularni interesi onemogućavaju za donošenje racionalne odluke. Sud tada samo deklarira kako oni nisu sposobni odlučivati o imovini dužnika i za skrbnika imenuje upravitelja. Slično kao što sud smije oduzeti dijete roditeljima i dati ga na skrb nadležnim institucijama ukoliko roditelji o njemu ne vode dužnu brigu, tako bi se i vjerovnici mogli privremeno lišiti prava na odlučivanje o imovini dužnika u situaciji kada se ne mogu složiti oko sudbine vlastite imovine, tj. imovine dužnika. Ovo lišavanje prava na odlučivanje nije trajno, već bi dostajalo samo tijekom izrade plana, a vjerovnici čija bi prava planom bila izmijenjena imali bi pravo glasa odlučivati o njegovoj provedbi. Time se zapravo još jednom potvrđuje zadaća upravitelja da se brine o imovini dužnika i upravlja njome, no ovdje u kontekstu razmatranja perspektive restrukturiranja.

Prema trenutnom zakonskom rješenju, ukoliko se vjerovnici ne mogu dogovoriti i nisu u stanju donijeti odluku o nastavku poslovanja ono će se obustaviti i „bez odgode“ će se rasprodati imovina dužnika[40]. To što se na ovaj način možda gasi poduzeće koje je imalo odlične šanse za oporavak (ali se vjerovnici oko toga nisu mogli složiti i dogovoriti) zakonodavca nažalost, čini se, ne brine.

Osim toga, ovdje se ne govori o automatskom restrukturiranju u slučaju nepostizanja dogovora vjerovnika, nego samo o intenzivnoj analizi te opcije, i to od strane upravitelja ili suca (kad to već nisu vjerovnici bili u stanju učiniti). Stečajni upravitelj će izraditi plan, a može se pokazati kako je restrukturiranje u stečaju neizvedivo, nemoguće, nerealno, ili neisplativo. Dakle, cilj je racionalno i objektivno odlučiti o izvedivosti restrukturiranja te

[40] čl. 155b st. 1 SZ

povećati mogućnost opstanka dužnika, jer se pokazuje da se vjerovnici u Hrvatskoj odlučuju na likvidaciju dužnika i onda kada je restrukturiranje moguće.

Jasno, restrukturiranje u stečaju nije uvijek ni izvedivo ni opravdano. Na upravitelju i vjerovnicima je da procjene postoji li mogućnost opstanka dužnika ili ne. Ukoliko mogućnost postoji, vjerovnicima su ruke odriješene i oni mogu učiniti apsolutno sve što žele, odnosno sve što zakoni dopuštaju. Ako se o tome ne mogu dogovoriti, upravitelj treba razmotriti koliko je realno očekivati restrukturiranje. Također, ako vjerovnici planom ne bi bili stavljeni u lošiji položaj u kojem bi bili da plana nema (odnosno, ako je restrukturiranjem planirano kako će se u konačnici više namiriti) oni o planu ne bi niti odlučivali, jednako kao što ni sada o tome ne odlučuju.

Osim likvidacijskog cilja njemački teoretičari govore i o tzv. „cilju prijenosne sanacije“, o čemu pišu i domaći autori (npr. Garašić 2003.[41]). Prijenosna sanacija je u biti restrukturiranje vlasništva, čime se osim restrukturiranja poslovanja (odnosno sanacije) provodi i izmjena vlasničke strukture. Najčešće će to praktično značiti da veliki vjerovnici dobivaju udio u dužniku čime se namiruju njihova potraživanja (potpuno ili djelomično). Također, može se osnovati novo društvo koje bi preuzelo imovinu dužnika, odnosno može se učiniti sve što je pravno dopušteno.

Zbog ovako širokog spektra mogućnosti prilično je zahtjevno sumirati i kategorizirati vrste planova restrukturiranja, no općenito uzevši restrukturiranje u stečaju se može dogoditi na tri razine, i to:

1. restrukturiranje poslovanja,
2. restrukturiranje imovine, i
3. restrukturiranje dugova, tj. vjerovničkih tražbina.

Restrukturiranjem poslovanja bavi se posebna grana ekonomije, i postoje brojni autori koji se bave restrukturiranjem[42]. Često se 'restrukturiranje' koristi kao eufemizam za

[41] Garašić, Jasnica: **Mogućnosti i ograničenja inherentna stečajnom planu**, Treća novela stečajnog zakona, Narodne novine, Zagreb, 2003., str. 287-288

[42] Npr.

- Gaughan, Patrick: **Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings**, 4th edition, Wiley, 2007.;

otpuštanje radnika, no to je ipak termin puno šireg značenja. Restrukturiranje poslovanja je poduhvat sveobuhvatne revizije i ponovnog koncipiranja trgovačkog društva, njegove djelatnosti, načina poslovanja, i organizacije.

Restrukturiranje imovine značit će izmjenu ustrojstva imovine, i to u smislu povećanja, smanjenja, ili zamjene dugotrajne i/ili kratkotrajne imovine. Restrukturiranje imovine je posljedica restrukturiranja poslovanja, a u praksi najčešće podrazumijeva prodaju dijela imovine koja se u novom konceptu poslovanja smatra nepotrebnom, suvišnom, nedovoljno profitabilnom, ili izvan okvira nove vizije djelatnosti društva.

Restrukturiranje poslovanja i imovine može se provesti i izvan stečaja, jednako kao i restrukturiranje obveza, za koju je potrebna suglasnost vjerovnika. Obveze su prava vjerovnika, i u njih se (općenito) ne smije zadirati bez njihova dopuštenja. Suglasnost za izmjenu obveza dužnik može dobiti i izvan stečaja, te bitnu razliku restrukturiranja u stečaju i izvan njega čini subjekt koji upravlja procesom restrukturiranja. Izvan stečaja to je uprava društva, dok restrukturiranjem u stečaju upravljaju vjerovnici, a uprava je derogirana i zamijenjena stečajnim upraviteljem.

Cilj restrukturiranja u stečaju je dvojak: s jedne strane nastoji se sanirati dužnika i iznaći način za izmirenje njegovih obveza, a s druge strane potrebno je uspostaviti izmijenjeni model poslovanja s kojim će dužnik postati uspješan, odnosno putem kojeg će moći stvarati prihode kojima će moći podmirivati rashode, tj. dospjele obveze.

Stari model poslovanja doveo je dužnika u stečaj. Potrebno je stoga analizirati i uvidjeti koje to krive povijesne poteze valja izbjegavati u budućem poslovanju. Nije nimalo lako upravljati društvom na način da ono može dugoročno stvarati kakvu-takvu dobit, pa čak i poslovati s „pozitivnom nulom“.

- Gilson, Stuart: **Creating Value Through Corporate Restructuring: Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups**, 1st edition, Wiley, 2001.;
- DePamphilis, Donald: **Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities**, 4th edition, Academic Press, 2007.;
- Weston, J. Fred: **Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance**, 4th edition, Prentice Hall, 2003.;
- Donaldson, Gordon: **Corporate Restructuring: Managing the Change Process from Within**, Harvard Business School Press, 1994.

Dakle, cilj restrukturiranja u stečaju **nikada** ne smije biti zadržavanje radnih mjesta. Točnije, očuvanje radnih mjesta može biti cilj restrukturiranja u stečaju, ali nikako ne primarni, već negdje u sredini ili pri dnu hijerarhije ciljeva. Opstanak i sanacija zbog očuvanja socijalnog mira i zbog sindikalnih pritisaka može dovesti samo u još veće gubitke i u još teži položaj. Potrebno je učiniti potpuni reinženjering, a to je „temeljno promišljanje i radikalno redizajniranje poslovnih procesa kako bi se postigla dramatična poboljšanja u kritičnim suvremenim mjerilima uspjeha kao što su trošak, kvaliteta, usluga, i brzina."[43] Tek s ovim radikalno redizajniranim poslovnim procesima stečajni dužnik može ponovno postati uspješan, što znači i stabilan i pouzdan izvor plaća, a to je cilj i dužnikovih radnika.

Barbić ističe kako je za postizanje cilja restrukturiranja potrebno podnijeti određene žrtve, i to ne u nekom općem interesu, nego u interesu sudionika postupka.[44] No, u biti žrtve (u smislu odricanja) nema, jer se planom nastoji postići veća mjera namirenja vjerovničkih potraživanja nego što bi se mogla postići klasičnim stečajnim postupkom.

Ako bi klasičnim postupkom (likvidacijom) vjerovnici uspjeli namiriti u prosjeku npr. 65% svojih potraživanja, onda bi restrukturiranje trebalo provesti ako bi njime vjerovnici mogli namiriti bilo koji iznos veći od 65% nepodmirenih potraživanja, npr. 75%. Dakle, ovdje bi se vjerovnici trebali odlučiti između opcije A (klasični postupak, likvidacija) po kojoj bi namirili 65% potraživanja i opcije B (restrukturiranje) po kojoj bi podmirili 75% svojih potraživanja.

Odlukom za restrukturiranje (opcija B) oni ne žrtvuju i ne odriču se četvrtine svojih potraživanja (100% – 75%), nego dobivaju dodatnih 10% (75% – 65%). Nažalost, vjerovnici će redovno gledati ono što gube, a ne ono što dobivaju. Odlukom za opciju A rasprodat će imovinu (rasprodaja u pravom smislu riječi, uz sniženje i diskontne cijene) i među sobom podijeliti utržak kojim će pokriti svoja potraživanja u manjoj mjeri nego što bi to mogli restrukturiranjem, što valja izbjeći.

Stoga u ovom slučaju nema žrtve, no nije posve isključeno da će i u drugim slučajevima biti potpuno ista situacija. Može se dogoditi da se od vjerovnika traži određena žrtva u smislu odgode plaćanja ili slično, no nitko vjerovnika ne traži da se vode empatijom

[43] Hammer, Michael; Champy, James; **Reinženjering tvrtke**, Zagrebačka škola ekonomije i managementa i Mate, Zagreb, 2001., str. 34

[44] Barbić, Jakša: **Preustroj dužnika u stečaju**, Zbornik radova sa godišnjeg savjetovanja 'Aktualna pitanja hrvatskog gospodarstva i pravne prakse' u Opatiji 1996, Inženjerski biro, Zagreb, 1996., str. 10 i 11

nego racionalnim promišljanjem. Ukoliko sanacija dužnika nije racionalna jednostavno ju ne treba provoditi.

4.4. Financiranje tijekom restrukturiranja

Ukoliko dođe do restrukturiranja u stečaju kao jedna od poteškoća ističe se problem financiranja. Naime, vrlo često je dužniku potreban početni impuls, dodatna financijska injekcija s kojom bi mogao započeti restrukturiranje, no pronaći financijera u stečaju može predstavljati značajan izazov.

Za velika trgovačka društva od strateškog državnog (ili trenutnog političkog) interesa izlaz može predstavljati u garancijama tijela državne vlasti uz koje zajmodavci rado pristaju, no srednji i manji dužnici uglavnom se ne mogu osloniti na pomoć državnih institucija.

U SAD-u postoji model financiranja dužnika u posjedu (*debtor-in-possesion*), u kojem se prema čl. 364. američkog Stečajnog zakona dužniku omogućuje financiranje, i to primarno: a) profesionalne pomoći u procesu reorganizacije, jer najveći dio troškova restrukturiranja u stečaju u SAD-u otpada na razne usluge savjetovanja (*konzaltinga*), te je primjerice u slučaju stečaja Enrona samo na usluge savjetnika potrošeno oko jedne milijarde dolara(!)[45]; b) operativnih troškova i pribavljanja potrebnog radnog kapitala; i c) kapitalnih troškova i potrebnih ulaganja u održavanje postojeće imovine.

Zajmodavci dužnika u posjedu dobivaju apsolutni prioritet i superiorni su svim ostalim vjerovnicima, a dužnik ne može zaključiti restrukturiranje ako ovi zajmodavci nisu podmireni. Na ovaj način dužnik može doći do izvora likvidnosti u najtežim danima pripreme i provedbe plana restrukturiranja. Može se činiti kako je ovo za zajmodavce vrlo rizičan poduhvat, no američka praksa pokazuje upravo suprotno: broj problematičnih zajmova odobrenih dužniku u posjedu tijekom promatranog razdoblja od 16 godina (1988 – 2004) u SAD-u može se nabrojati na prste jedne ruke[46].

[45] Izvor: Altman, Edward; Hotchkiss, Edith: **Corporate Financial Distress and Bankruptcy**, Wiley Finance, 2006, str. 93

[46] Izvor: Altman, Edward; Hotchkiss, Edith: **Corporate Financial Distress and Bankruptcy**, Wiley Finance, 2006, str. 46-47

U Hrvatskoj, s druge strane, postoji daleko manji opseg izvora financiranja nego u SAD-u, te se izbor praktično svodi samo na banke. One su kao najčešći zajmodavci uključene u gotovo svaki stečajni postupak, a kako je za prihvaćanje plana restrukturiranja potreban i njihov pristanak, u slučaju kada one taj pristanak i daju trebalo bi očekivati kako se poklonjeno povjerenje može manifestirati i u dodatnoj financijskoj injekciji stečajnom dužniku. Dakle, ukoliko imaju povjerenja u poduzeće dužnika i odobravaju stečajni plan, bilo bi logično da se to povjerenje i praktično artikulira u dodatnom zajmu.

No, kako je praksa restrukturiranja u stečaju u Hrvatskoj vrlo oskudna, a banke su zasad nesklone ka bilo kakvom obliku dijaloga (unatoč brojnim pokušajima niti jedna od vodećih banaka u Hrvatskoj nije se odazvala na sudjelovanje u anketi o stečajnom postupku – što je opširnije prikazano u poglavlju 5), nije moguće detaljnije obrađivati ovu temu.

4.5. Restrukturiranje u stečaju u Hrvatskoj i moguća unaprjeđenja

Restrukturiranje u stečaju (reorganizacija, ili „stečajni plan“) relativno je nova pojava u hrvatskom stečajnom sustavu, no i hrvatski stečajni sustav nema dugu tradiciju, jer u socijalističko-samoupravljačkom sustavu nije postojao u suvremenoj formi. Instaliran je, dakle, u tranzicijskom razdoblju nakon osamostaljenja Republike Hrvatske, kada je uvođenjem tržišnog kapitalizma postalo razumljivo kako trgovačko društvo mora snositi posljedice kako za svoje uspjehe, tako i za neuspjehe.

Suvremeno restrukturiranje u stečaju uvedeno je 1978. godine u SAD-u, te su se nakon nekoliko desetljeća uvidjele prednosti ove procedure. Tijekom 1990-tih velik dio država u svijetu, pa tako i Njemačka, zaokrenule su svoje stečajne zakone u smjeru veće zaštite dužnika, te su uvele neku vrst modela reorganizacije u stečaju.

Kako je već rečeno, hrvatski je Zakon o stečaju najvećim dijelom preuzet iz njemačkog istovrsnog zakona i prenosi tamošnje tendencije, odnosno favorizira vjerovničku stranu stečajnog procesa. Njemački zakon nudi ograničene mogućnosti restrukturiranja, kao što je primijetio Kaiser (1996.): „Zahtjev da se preda kompletan plan restrukturiranja u

vrijeme pokretanja stečaja, te činjenica kako ne postoji automatska obustava potraživanja vjerovnika osuđuju na propast reorganizaciju dužnika pod nadzorom suda u Njemačkoj.“[47]

Njemački su vjerovnici dobro zaštićeni, te slijedom toga i hrvatski. Vjerovnici štite svoje interese, i smatraju kako se država ne treba miješati u njihove ugovorne odnose stečajnim ili drugim zakonima, a njemački su zakonodavci odlučili zaštititi ove interese. Stoga, njemački zakon ima ograničen utjecaj na ishod pojedinog stečaja, a uspjeh pojedinog postupka ovisi velikim dijelom o stečajnom upravitelju, ali velikim dijelom i o vjerovnicima.

Preuzimanjem njemačkog modela stečajnog zakona i u Hrvatskoj je odluka o izvedbi restrukturiranja u stečaju prevaljena na vjerovnike i stečajne upravitelje. No, u situaciji kada stečajni upravitelji „ne vjeruju“ u restrukturiranje (što će biti potkrijepljeno analizom provedene ankete u petom poglavlju), odnosno kada je procedura izrazito komplicirana, vrlo se malo restrukturiranja provodi u praksi te minoran broj stečajnih dužnika opstane i 'preživi' postupak.

Također, izborom Njemačke kao uzora za stečajni sustav implicitno je odlučeno i kako će se u Hrvatskoj provoditi malen broj restrukturiranja u stečaju. Tablica 9. prikazuje pokazatelje učestalosti restrukturiranja u stečaju u SAD-u, Velikoj Britaniji, Francuskoj i Njemačkoj. Podaci za Hrvatsku prezentirani su u 5.1.1.

Tablica 9. Pokazatelji učestalosti restrukturiranja u stečaju u četiri zemlje svijeta[48]

POKAZATELJ	DRŽAVA			
	SAD	V. BRITANIJA	FRANCUSKA	NJEMAČKA
STOPA RESTRUKTURIRANJA	28%	14%	20%	0,2%
STOPA PRIHVAĆANJA	41%	15%	13%	64%
NAPOMENA: POKAZATELJI SU ZA 1996. GODINU				

Stopa restrukturiranja je omjer broja stečajnih dužnika (pravnih osoba) koji su u procesu odlučivanja o „stečajnom planu“ i ukupnog broja stečajnih dužnika (pravnih osoba), a stopa prihvaćanja je omjer broja stečajnih dužnika kojima je stečajni plan prihvaćen i potvrđen, i ukupnog broja stečajnih dužnika (pravnih osoba) koji su još u proceduri

[47] Kaiser, Kevin M J.; **European bankruptcy laws: Implications for corporations facing financial distress**, Financial Management, Tampa, Vol. 25, Iss. 3; 1996., str. 67

[48] Izvor: Couwenberg, Oscar; **Survival Rates in Bankruptcy Systems: Overlooking the Evidence**, European Journal of Law and Economics, Springer, vol. 12 (3), 2001., str. 262

restrukturiranja u stečaju. Izbor ove četiri zemlje nije nasumičan; samo za ove države postoje navedeni podaci.

Vidljivo je kako se u Njemačkoj provodi i preko deset puta manje restrukturiranja u stečaju nego u ostalim državama u usporedbi. Utješno je da se od tih 0,2% trgovačkih društava koje se u stečaju ne likvidira odmah, među državama u usporedbi najveći broj (64%) uspije provesti restrukturiranje do kraja. Dakle, oko 0,13% (64% od 0,2%) trgovačkih društava u stečaju u Njemačkoj ne bude likvidirano u stečaju, odnosno u stečaju se uspiju restrukturirati, a oko 99,87% trgovačkih društava u stečaju u Njemačkoj se likvidira. Kako je Hrvatska izabrala upravo Njemačku za uzor formiranja stečajnog sustava može se reći kako i hrvatska statistika u stopu slijedi njemačku. No, ovi su podaci relativno stari, te bi valjalo pomnije analizirati novije[49].

Analiza podataka poput ovih tablici 9. navodi na razmišljanje kako je potrebno doraditi ovakav stečajni sustav koji očito izrazito favorizira vjerovnike. Ipak, valja uočiti kako je u Hrvatskoj praktična situacija u mnogome drugačija. Naime, zakon formalno štiti vjerovnike, ali se brojni stečajevi u praksi uopće ni ne pokreću, iako postoje važeći stečajni razlozi. Vjerovnici često opravdano tvrde kako su zaštićeni samo na papiru. Stoga bi zakon trebalo i reformirati, ali ga se i pridržavati.

Pri svakoj radikalnijoj izmjeni stečajnih zakona postoji otpor one strane koja gubi određene povlastice, odnosno one strane koja se smatra ugroženom. Ako se, primjerice, u pro-vjerovnički stečajnog zakona želi uvesti pro-dužnički elementi, vjerovnici će se izrazito tome suprotstavljati. U Hrvatskoj se također može uočiti ova pojava, jer je bankama puno lakše artikulirati i štiti vlastite interese, osobito stoga što imaju veliku financijsku moć, a dužnici su brojni, raspršeni, češće mali nego veliki. Slijedom toga svaki iskorak u smjeru zaštite dužnika oštro se opstruira i kritizira.

Hart (2000.)[50] predlaže rješenje ovog tranzicijskog problema kroz uvođenje opcionalnih procedura, preko kojih bi se stvorilo „tržište stečajnih postupaka“, gdje bi dugoročno opstale samo efikasne procedure. Promatramo li Hrvatsku, prvo bi trebalo početi

[49] Nažalost, ovo su najnoviji podaci do kojih se uspjelo doći tijekom izrade ovog rada.

[50] Hart, Oliver D.; **Different Approaches To Bankruptcy**, Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1903., September 2000.

čvrsto primjenjivati zakon, jer bez pokretanja stečajnog postupka nema niti izbora procedure. Tek nakon toga može se razmatrati i uvođenje opcionalnih procedura.

U stečajnom postupku u Hrvatskoj stečajni upravitelji igraju vrlo važnu ulogu; oni operativno provode cjelokupnu proceduru i upravljaju dužnikom do zaključenja procesa. Stečajni upravitelji trebali bi iznimno dobro poznavati stečajni postupak, i morali bi biti osposobljeni za kvalitetnu provedbu analize poslovanja dužnika. Ukoliko nakon provedene analize uvide da postoji mogućnost opstanka dužnika, ovu opciju trebaju prezentirati vjerovnicima i zorno im prikazati koliko bi novaca mogli dobiti rasprodajom imovine dužnika, a koliko mogu očekivati ako se dužnik restrukturira. Dakle, vjerovnici ne moraju „suosjećati" i biti simpatizeri stečajnog dužnika (u bilo kojem smislu) da bi prihvatili plan, nego trebaju racionalno procijeniti mogu li se više naplatiti rasprodajom imovine dužnika, ili restrukturiranjem njegova poslovanja, njegove imovine i obveza, te namiriti svoja potraživanja uz očekivanih budućih novčanih tijekova.

Jasno, kod mnogih dužnika ne postoji nikakva mogućnost reorganizacije, imovina je već presahnula, i preostaje jedino skraćeni stečajni postupak u kojem se stečaj otvara i odmah zaključuje. Ovo se u brojnim slučajevima događa upravo zato što se stečaj odgađa. Tijekom tog odgađanja imovina se „otapa", a kvalitetni zaposlenici (koji su temelj i noseći stupovi svakog trgovačkog društva) odlaze kod drugih poslodavaca.

Stoga, kako bi se restrukturiranje u stečaju uopće moglo razmatrati ključno je stečaj otvoriti na vrijeme. No, vlasnici i menadžeri će odgađati stečaj ukoliko u stečaju neće dobiti baš ništa, odnosno ako stečajem gube sve. Potrebno je poštenim stečajnim dužnicima dati određene beneficije i olakšati im mogućnost restrukturiranja, čime bi oni imali barem nekakvu motivaciju za pokretanje stečaja. Premda je u Hrvatskoj nepokretanje stečaja kazneno djelo, ono se u praksi gotovo uopće ne provodi, te u Hrvatskoj ne samo da ne postoji nikakva unutarnja motivacija kod menadžmenta za pokretanje stečaja, već ne postoji ni strah od eventualne penalizacije. Slijedom toga nije neobično što se stečajevi ne pokreću na vrijeme, odnosno kada se napokon otvore dužnik nema više nikakve vrjednije imovine, odnosno sve opcije restrukturiranja u stečaju već davno su presahnule.

Prvi korak kojeg je potrebno učiniti jest distinkcija poštenih i nepoštenih stečajnih dužnika. Vrlo je teško opstati u današnjem poslovnom svijetu, i nije svaki stečaj posljedica prijevara, malverzacija, i izopačenih interesa. Nakon toga treba primjereno penalizirati

nepoštene dužnike, a poštenima omogućiti određene beneficije u postupku, odnosno olakšati im mogućnost restrukturiranja u stečaju. Time bi pošteni dužnici stekli motivaciju za pravovremeno otvaranje stečaja u situaciji kada je jasno da je stečaj jedini realni izlaz iz akumuliranih problema.

Samu proceduru restrukturiranja u stečaju potrebno je pojednostaviti i dati mogućnost poštenom dužniku da (ukoliko je sam pravovremeno predložio otvaranje stečaja) izradi i podnese plan restrukturiranja, te da vjerovnici pod supervizijom suca odluče o eventualnom restrukturiranju. Tijekom razdoblja izrade plana restrukturiranja (npr. 60 do 90 dana) može se uvesti privremeni moratorij na realizaciju prava vjerovnika. Time bi se otvorio stvaran prostor za provedbu restrukturiranja u stečaju, za razliku od sadašnjih, virtualno-teoretskih opcija restrukturiranja koje postoje samo u zakonu, ali su u praksi nepoznanice.

5. Praktična problematika stečajnih postupaka u Republici Hrvatskoj

„The greatest of faults, I should say, is to be conscious of none."

Najveća od svih grešaka, rekao bih, je ne biti svjestan nijedne.

Thomas Carlyle, škotski esejist i povjesničar (1795-1881)

Na prvi se pogled čini kako su problemi stečajnog postupka u Hrvatskoj sasvim jasni i svima poznati. Široka javnost ima dojam kako je sve što se tiče stečajeva trgovačkih društava u Hrvatskoj na neki način vezano uz određene političke interese, te ne razlikuje tzv. poštene (ne-prijevarne) od nepoštenih (prijevarnih) stečajeva. Suprotno od očekivanog, po tome smo nismo različiti nego upravo vrlo slični građanima Europske unije, jer pojedina istraživanja pokazuju kako ni ondje informiranost građana o poštenim stečajevima nije puno bolja[1].

Kako se ne bi nagađalo na osnovi unaprijed formiranih stavova, odnosno kako se mišljenja ne bi oblikovala na osnovi predrasuda i stereotipa, a s ciljem zadržavanja racionalnosti i objektivnosti, formiran je anketni stečajni upitnik iz kojeg se nastojao dobiti bolji uvid u problematiku stečajnih postupaka u Hrvatskoj. Osim stečajnog upitnika i rezultata ankete prezentirana je i statistika stečajeva u Hrvatskoj, rezultat odvojenog, zasebnog anketnog ispitivanja trgovačkih sudova u Republici Hrvatskoj.

[1] „*In the EU the general public often perceives bankruptcy as a criminal affair, no matter the cause*." Iz Grupa autora: **Overcoming the stigma of business failure – for a second chance policy**, Commission Of The European Communities, Brussels, COM(2007) 584 final, 2007., str. 6

5.1. Statistika stečajeva u Hrvatskoj

Dinamika statistike stečajeva u Hrvatskoj nije dovoljno istražena, što je dijelom posljedica brojnih i snažnih strukturnih promjena u Republici Hrvatskoj od njena osamostaljenja. Radikalna tranzicija ka čistoj tržišnoj kapitalističkoj ekonomiji, transformacija društvenog u privatno vlasništvo i socijalizma u demokraciju, te ratovi u regiji činili su (i još uvijek čine) snažne udare na gospodarstvo, što je za posljedicu imalo i valove stečajeva. Zbog ovih strukturnih nestabilnosti i čestih reformi sustava, u Hrvatskoj je još uvijek nemoguće vezati brojnost stečajeva uz bilo koje ekonomske varijable, te se analiza statistike stečajeva svodi na jednostavniji oblik promatranja učestalosti stečajeva.

Trgovački sudovi ne prikupljaju i ne sistematiziraju podatke o poduzećima u stečaju (premda su im dostupni), osim onih koje zahtijevaju više, njima nadređene instance, odnosno Visoki trgovački sud RH. Stečajni upravitelji moraju sastavljati statističko izvješće koje dostavljaju Državnom zavodu za statistiku, no ono je poprilično oskudno informacijama.

Budući da se ne mogu jednostavno prikupiti podaci koji bi bili vrlo vrijedni za analizu stečajeva (npr. prosječan broj zaposlenih po poduzeću u stečaju, djelatnosti kod kojih poduzeća najčešće odlaze u stečaj, itd.), prikupljeni su izvadci iz arhiva stečajnih pisarnica hrvatskih trgovačkih sudova koji su bili dostupni. Ova statistika, premda oskudna, daje osnovni uvid u dinamiku stečajeva u Republici Hrvatskoj, a prezentirana je u 5.1.1.

Također, uz pomoć djelatnika Centra za registre Financijske agencije (Fine) prikupljeni su i analizirani podaci o kretanju evidentiranih dospjelih nepodmirenih obveza poslovnih subjekata, odnosno statistika insolventnih društava u Republici Hrvatskoj od 2000. do 2008. godine. Premda u naslovu 5.1. stoji Statistika stečajeva, u 5.1.2. prezentirani su podaci o insolventnim društvima nad kojima stečaj može biti otvoren, ali i ne mora. Dakle, radi se o stečajevima koji bi morali biti otvoreni ali nisu. To je, jasno, specifičnost hrvatskog stečajnog sustava, jer premda u zakonu stoji kako se stečaj mora otvoriti ukoliko je društvo insolventno duže od 60 dana, ovo se pravilo u praksi ne provodi izričito, pa društvo može biti insolventno i duže od 60 dana a ne biti u stečaju.

5.1.1. Anketa stečajnih pisarnica trgovačkih sudova u Republici Hrvatskoj

Krajem 2006. godine poslane su zamolbe svim stečajnim pisarnicama trgovačkih sudova u Republici Hrvatskoj za izvadak podataka iz njihova registra. Također, izrađen je upit od strane administratora informatičkog sustava u centralnom registru Visokog trgovačkog suda Republike Hrvatske u Zagrebu. Prikupljeni podaci prezentirani su kako slijedi.

Kako bi podaci bili pregledniji i jednostavniji za interpretaciju definirane su regije sukladno područjima nadležnosti trgovačkih sudova. Nadležnosti trgovačkih sudova i nazivi regija i prikazani su tablicom 10. Nazive regija ne treba strogo uzeti, jer su odabrani u svrhu što jednostavnijeg označivanja.

Tablica 10. Definiranje naziva regija prema trgovačkim sudovima i njihovim jurisdikcijama

NAZIV REGIJE	TRGOVAČKI SUD	TRGOVAČKI SUD NADLEŽAN JE ZA PODRUČJE:
SLAVONIJA	OSIJEK	Osječko-baranjske i Vukovarsko-srijemske županije
POSAVINA	SL. BROD	Brodsko-posavske i Požeško-slavonske županije
PODRAVINA	BJELOVAR	Bjelovarsko-bilogorske, Koprivničko-križevačke i Virovitičko-podravske žup.
VARAŽDIN	VARAŽDIN	Međimurske i Varaždinske županije
SISAK	SISAK*	Sisačko-moslavačke županije
ZAGREB	ZAGREB	Zagrebačke i Krapinsko-zagorske županije te grada Zagreba
LIKA	KARLOVAC	Karlovačke i Ličko-senjske županije
RIJEKA	RIJEKA	Primorsko-goranske i Istarske županije
DUBROVNIK	DUBROVNIK**	Dubrovačko-neretvanske županije
ŠIBENIK	ŠIBENIK***	Šibensko-kninske županije
ZADAR	ZADAR****	Zadarske županije
SPLIT	SPLIT	Splitsko-dalmatinske županije

* započeo s radom u studenom 2002. god., prethodno nadležan sud u Zagrebu
** započeo s radom u veljači 2003. god., prethodno nadležan sud u Splitu
*** započeo s radom u srpnju 2002. god., prethodno nadležan sud u Splitu
**** započeo s radom u kolovozu 2002. god., prethodno nadležan sud u Splitu

Koristeći prethodno definirane nazive regija možemo promatrati statistiku stečajeva u Hrvatskoj prema podacima dobivenima provedenom anketom. Rezultati ankete hrvatskih trgovačkih sudova nalaze se u tablici 11. Podaci o broju zaključenih stečajeva obuhvaćaju stečajeve koji su zaključeni u tekućoj godini, a koji su otvoreni ili u tekućoj ili u prethodnim godinama, te također obuhvaćaju stečajeve koji su istodobno otvoreni i zaključeni.

Tablica 11. Statistika stečajeva u Hrvatskoj[2]

REGIJA	2000.		2001.		2002.		2003.		2004.		2005.	
	OTV.	ZAK.	OTV.	ZAK.	OTV.	ZAK.	OTV.	ZAK.	OTV.	ZAK.	OTV.	ZAK.
SLAVONIJA	78	88	63	142	49	190	28	385	20	196	18	126
POSAVINA	10	8	19	22	62	37	41	33	45	48	73	60
PODRAVINA	15	17	13	15	11	23	23	55	28	97	12	28
VARAŽDIN	24	6	29	40	15	28	14	39	31	147	25	170
SISAK	/	/	/	/	39	/	36	28	13	34	8	13
ZAGREB	536	17	501	131	1114	200	630	149	277	173	297	156
LIKA	27	6	26	23	6	19	4	21	11	18	8	20
RIJEKA	77	36	35	26	53	42	60	34	38	26	25	19
DUBROVNIK	/	/	/	/	/	/	18	18	23	25	26	26
ŠIBENIK	/	/	/	/	8	4	38	41	33	40	26	29
ZADAR	/	/	/	/	40	0	25	5	60	49	9	27
SPLIT	N	N	46	1405	92	177	70	283	45	162	25	106
UKUPNO	N	N	732	1804	1489	720	987	1091	624	1015	552	780

OTV. = OTVORENI STEČAJEVI
ZAK. = ZAKLJUČENI STEČAJEVI
N = PODACI NEDOSTUPNI / = TRGOVAČKI SUD NIJE BIO U FUNKCIJI

Izdvoje li se trgovački sudovi u Osijeku, Rijeci, Splitu, i Zagrebu, mogu se uočiti udjeli regionalnih centara u ukupnom broju stečajeva u Hrvatskoj. Ovi se podaci nalaze u tablici 12. Jasno je kako Zagreb predstavlja regiju sa sasvim posebnim razredom veličina, te kako se ondje otvara (i zaključuje) daleko najveći broj stečajeva u Hrvatskoj.

Tablica 12. Udjeli regionalnih centara u ukupnom broju stečajeva[3]

REGIJA	2002.		2003.		2004.		2005.	
	OTV.	ZAK.	OTV.	ZAK.	OTV.	ZAK.	OTV.	ZAK.
SLAVONIJA	3,29%	26,39%	2,84%	35,29%	3,21%	19,31%	3,26%	16,15%
ZAGREB	74,82%	27,78%	63,83%	13,66%	44,39%	17,04%	53,80%	20,00%
RIJEKA	3,56%	5,83%	6,08%	3,12%	6,09%	2,56%	4,53%	2,44%
SPLIT	6,18%	24,58%	7,09%	25,94%	7,21%	15,96%	4,53%	13,59%
OSTALI	12,16%	15,42%	20,16%	22,00%	39,10%	45,12%	33,88%	47,82%
UKUPNO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Grafikon 7. prikazuje mjesečno kretanje broja otvorenih i zaključenih stečajeva u Republici Hrvatskoj od siječnja 2001. do prosinca 2005. godine, te njihove trendove. Uočava se kako se trendovi od početka promatranog razdoblja, kada je broj otvorenih stečajeva bio veći od broja zaključenih stečajeva, krajem promatranog razdoblja počinju podudarati,

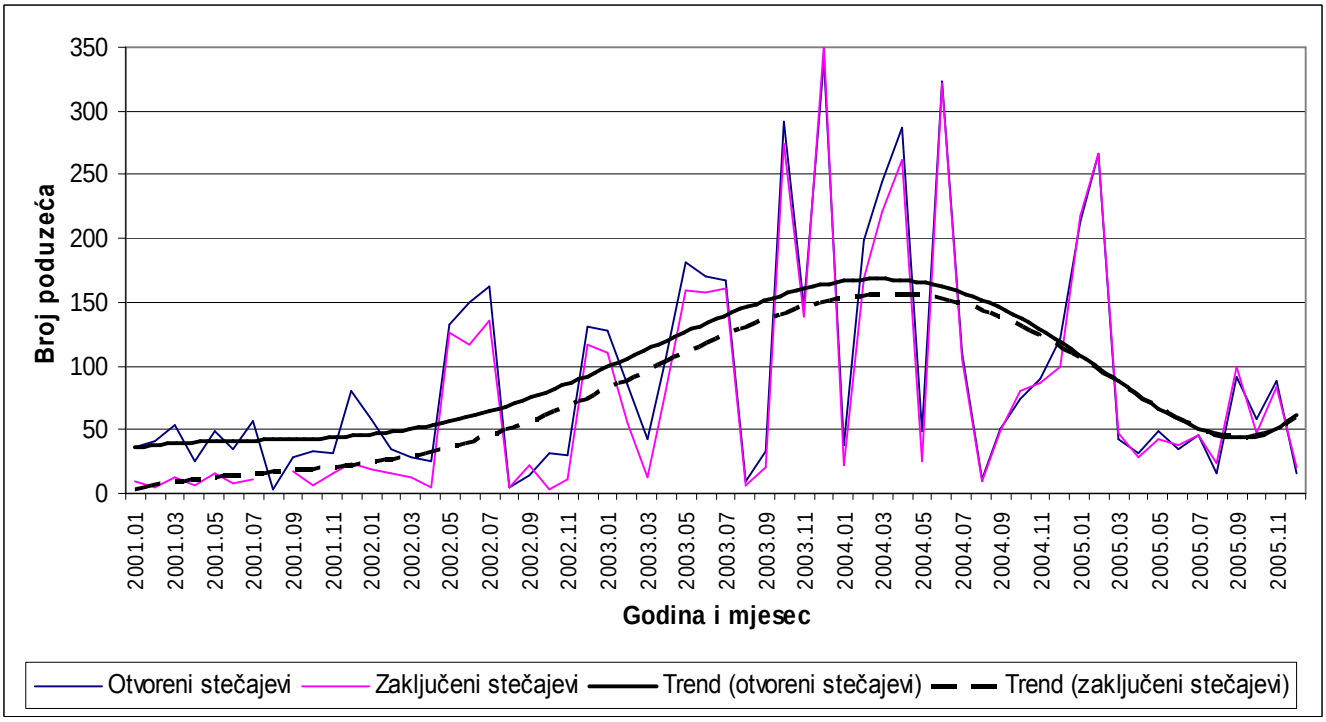
[2] Izvor: anketa trgovačkih sudova

[3] Izvor: anketa trgovačkih sudova

odnosno broj otvorenih i zaključenih stečajeva krajem 2005. god. gotovo je jednak. Ovo ukazuje na povećanje efikasnosti pravosuđa u rješavanju stečajeva.

Osim toga, nakon porasta broja stečajeva od zadnjeg tromjesečja 2002. godine, te izrazitog rasta u 2003. godini koji je vrhunac dosegao krajem 2003. i početkom 2004. godine, na grafikonu 1. može se promatrati trend pada stečajeva trgovačkih društava od kraja 2004. godine.

Grafikon 7. Mjesečna dinamika otvaranja i zaključivanja stečajeva u Republici Hrvatskoj od siječnja 2001. do prosinca 2005. godine[4]



U tablici 13. može se promatrati dinamika otvaranja i zaključivanja stečajeva od 1999. do 2005. godine u Republici Hrvatskoj, te broj stečajeva na 10.000 trgovačkih društava.

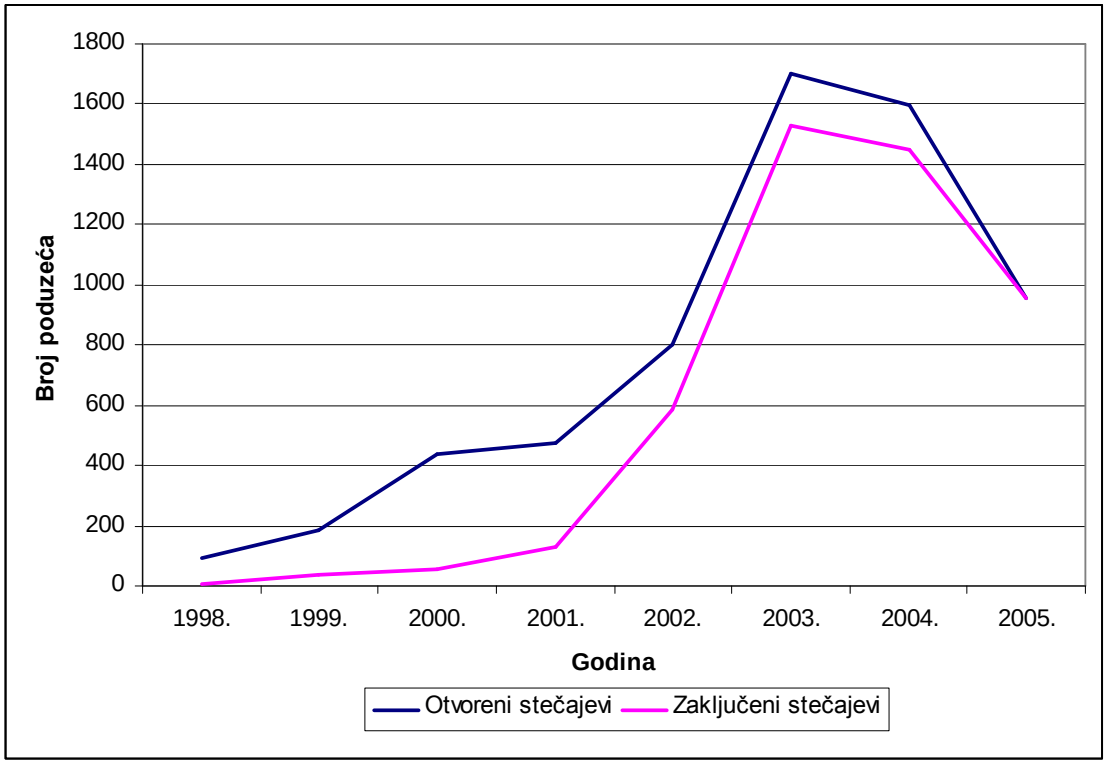
[4] Izvor: Sudski registar trgovačkih društava u Republici Hrvatskoj

Tablica 13. Broj trgovačkih društava u stečaju u Republici Hrvatskoj od 1999. do 2005. godine[5]

Godina	Otvoreni stečajevi	Zaključeni stečajevi	Otvorenih stečajeva na 10.000 trg. društava	Zaključenih stečajeva na 10.000 trg. društava
*1999.	186	34	22,4	4,1
*2000.	435	56	48,7	6,3
2001.	474	131	49,4	13,6
2002.	800	586	82,1	60,1
2003.	1700	1528	166,8	149,9
2004.	1597	1450	149,4	135,7
2005.	953	958	84,0	84,4
***NAPOMENA**: do svibnja 2000. broj subjekata u stečaju nije realan, jer se odnosi samo na subjekte koji su bili usuglašeni sa Zakonom o trgovačkim društvima				

Podaci iz tablice 13. jasnije su uočljivi uz grafikon 8, koji vizualno reprezentira kretanje broja trgovačkih društava u stečaju u Republici Hrvatskoj.

Grafikon 8. Dinamika otvaranja i zaključivanja stečajeva u Republici Hrvatskoj od 1999. do 2005. godine[6]



[5] Izvor: Sudski registar trgovačkih društava u Republici Hrvatskoj

[6] Izvor: Sudski registar trgovačkih društava u Republici Hrvatskoj

Kolika je učestalost restrukturiranja u stečaju u Hrvatskoj? U razdoblju od 1995. do 2005. godine na Trgovačkom sudu u Zagrebu (daleko najvećem u Hrvatskoj) otvoreno je 4265 stečajnih postupaka, od kojih je samo jedan završen restrukturiranjem, tj. stečajnim planom (Tisak d.d. Zagreb). Koliki je to postotak suvišno je i spominjati. Na Trgovačkom sudu u Osijeku u 2004. i 2005. godini otvoren je 181 stečaj, od čega su 4 zaključena restrukturiranjem[7].

Budući da vjerovnici, općenito uzevši, nemaju sluha za molbe dužnika za nastavkom poslovanja, u Hrvatskoj su se tražile alternativne opcije spašavanja stečajnog dužnika. Jedno od rješenja postojalo je u bivšoj Glavi 2A (čl. 163a do 163i) Stečajnog zakona, kojom se uređivala prodaja dužnika kao cjeline. U imovinu dužnika mogli su ući i ugovori o radu, ugovori o djelu, i sl., te su se na taj način kupovinom cjelokupne imovine dužnika preuzimali i zaposlenici, čime su se zadržavala radna mjesta. Stoga kada se prodavala imovina dužnika u cijelosti vodilo se računa i o socijalnom momentu, te je zajedno s imovinom poduzeća kupac preuzimao i zaposlenike. Primjerice, preuzimajući imovinu Diokom-a d.d. u stečaju iz Splita novi je vlasnik preuzeo oko 800 ugovora o radu, a kod Jadrantekstila d.d. Split na isti je način oko 200 zaposlenika zadržalo radna mjesta.

U tom smislu treba razlučiti kako se opstanak trgovačkog društva mogao dogoditi ne samo kroz restrukturiranje (provođenje stečajnog plana), nego je društvo na određeni način moglo opstati i nakon brisanja društva iz registra primjenom glave 2A SZ.

Hrvatska praksa je poznavala ovaj oblik opstanka trgovačkog društva, te se ovaj oblik opstanka društva primjenjivao čak i češće od restrukturiranja (stečajnog plana). To pokazuju rezultati provedene ankete trgovačkih sudova.

No, u konačnom prijedlogu izmjena i dopuna stečajnog zakona 2006 godine potpuno se ukinula mogućnost prodaje imovine dužnika kao cjeline uz slijedeće obrazloženje:

„Prodaja imovine dužnika kao cjeline je ocijenjena je kao komplicirano i neprovedivo zakonsko rješenje. Nejasna je svrha toga instituta, jer ako netko želi biti kupac dužnikovog poduzeća i preuzeti zaposlenike, na što se svodi ovaj institut, to može ostvariti po ostalim, postojećim odredbama SZ-a o unovčenju dužnikove imovine (i odredbama Zakona o radu o prijenosu ugovora o radu). Institut je zapravo "stečajni plan", jer u određenoj mjeri mijenja i zadire u pravo i položaj pojedinih vjerovnika, ili ih pak uređuje na način različit od općih

[7] Podatak dobiven neformalnim putem; podaci službeno nisu bili dostupni.

odredbi. U praksi ovaj institut nije postigao očekivanu svrhu. U praksi hrvatskih sudova provedene su tek dvije – tri prodaje, sa dvojbenim ishodom. Stoga ove odredbe potrebno brisati."[8]

Koliko je u Hrvatskoj zaista bilo prodaja dužnika kao cjeline može se promotriti u tablici 14, koja prikazuje rezultate ankete trgovačkih sudova o opstanku trgovačkih društava nakon stečajnog postupka u Hrvatskoj u razdoblju od 2000. do 2006. godine. Nažalost, na trgovačkim sudovima u Hrvatskoj nije se vodila evidencija tipa stečajnog postupka (redovan stečajni postupak / stečajni plan / prodaja dužnika kao cjeline), te se svi podaci nisu mogli prikupiti. No, nakon provedenih intervjua sa pojedinim upraviteljima stečajnih pisarnica i tajnicima pojedinih sudova sa sigurnošću se može reći kako se ove brojke na svim sudovima vrlo male.

Tablica 14. Učestalost nelikvidacijskih stečajnih postupaka u Hrvatskoj u razdoblju od 2000. do 2006. godine[9]

TRGOVAČKI SUD	STEČAJNI PLAN	PRODAJA DRUŠTVA KAO CJELINE
OSIJEK	N[x]	N
SL. BROD	N	N
BJELOVAR	0	0
VARAŽDIN	2	0
SISAK*	0	1
ZAGREB	1	N
KARLOVAC	2	4
PAZIN**	0	0
RIJEKA	1	2
DUBROVNIK***	0	1
ŠIBENIK****	0	1
ZADAR*****	1	2
SPLIT	N	N

N = PODATAK NIJE DOSTUPAN
[x] PODATAK NIJE POZNAT; NEFORMALNO SE MOŽE SAZNATI KAKO SU PROVEDENA 4 STEČ. PLANA
* ZAPOČEO S RADOM U STUDENOM 2002. G., PRETHODNO NADLEŽAN SUD U ZAGREBU
** ZAPOČEO S RADOM U SIJEČNJU 2006., PRETHODNO NADLEŽAN SUD U RIJECI
*** ZAPOČEO S RADOM U VELJAČI 2003. G., PRETHODNO NADLEŽAN SUD U SPLITU
**** ZAPOČEO S RADOM U SRPNJU 2002. G., PRETHODNO NADLEŽAN SUD U SPLITU
***** ZAPOČEO S RADOM U KOLOVOZU 2002. G., PRETHODNO NADLEŽAN SUD U SPLITU

Ostaje sporno je li bilo potrebno određene odredbe Stečajnog zakona ukidati ako se u praksi ne koriste dovoljno, ili ih je potrebno dodatno protumačiti, razjasniti i učiniti

[8] Konačni prijedlog izmjena i dopuna zakona o stečaju, Ministarstvo pravosuđa, Zagreb, lipanj 2006., str. 50.

[9] Izvor: anketa trgovačkih sudova

prihvatljivijima i primjenjivijima, te na taj način ostaviti još jedna vrata otvorena za mogućnost opstanka dužnika.

Također, iz rezultata ankete u tablici 14 vidljivo je kako je broj prodaja imovine dužnika kao cjeline u praksi ipak bio veći od „svega tri slučaja s problematičnim ishodom“[10].

5.1.2. Brojnost i karakteristike insolventnih trgovačkih društava u Republici Hrvatskoj

Susretljivošću djelatnika odjela Centra za registre pri Financijskoj agenciji[11] (Fini) prikupljeni su i analizirani podaci o kretanju evidentiranih dospjelih nepodmirenih obveza poslovnih subjekata, odnosno statistika insolventnih društava u Republici Hrvatskoj od 2000. do travnja 2008. godine.

Temeljne karakteristike evidentiranih dospjelih nepodmirenih obveza u Republici Hrvatskoj ne mijenjaju se značajno u relativno dužem vremenskom razdoblju. Najveći dio dospjelih nepodmirenih obveza odnosi se na poslovne subjekte iz djelatnosti trgovine, a promatrajući regionalnu strukturu Grad Zagreb daleko prednjači po broju poslovnih subjekata sa blokiranim računom. No to je i razumljivo, jer u Zagrebu je sjedište najvećeg broja poslovnih subjekata u Republici Hrvatskoj. Uz to, najveći dio insolventnih društava su pravne osobe bez zaposlenih, a trajanje insolventnosti je duže od godine dana.

Za razliku od upravo navedenih karakteristika insolventnih društava iznosi nepodmirenih obveza rastu, te se može promatrati rastući trend neplaćanja dospjelih obveza kod poslovnih subjekata u Republici Hrvatskoj.

Agregatni pokazatelji brojnosti insolventnih pravnih osoba u Republici Hrvatskoj

U Republici Hrvatskoj godišnje je prosječno 25.943 pravnih osoba insolventno, a to je aritmetička sredina u razdoblju od početka 2000. do kraja travnja 2008. godine. Značajan je pad broja insolventnih pravnih osoba u razdoblju od 2001. do 2004. (vidljivo u tablici 15. i grafikonu 9.).

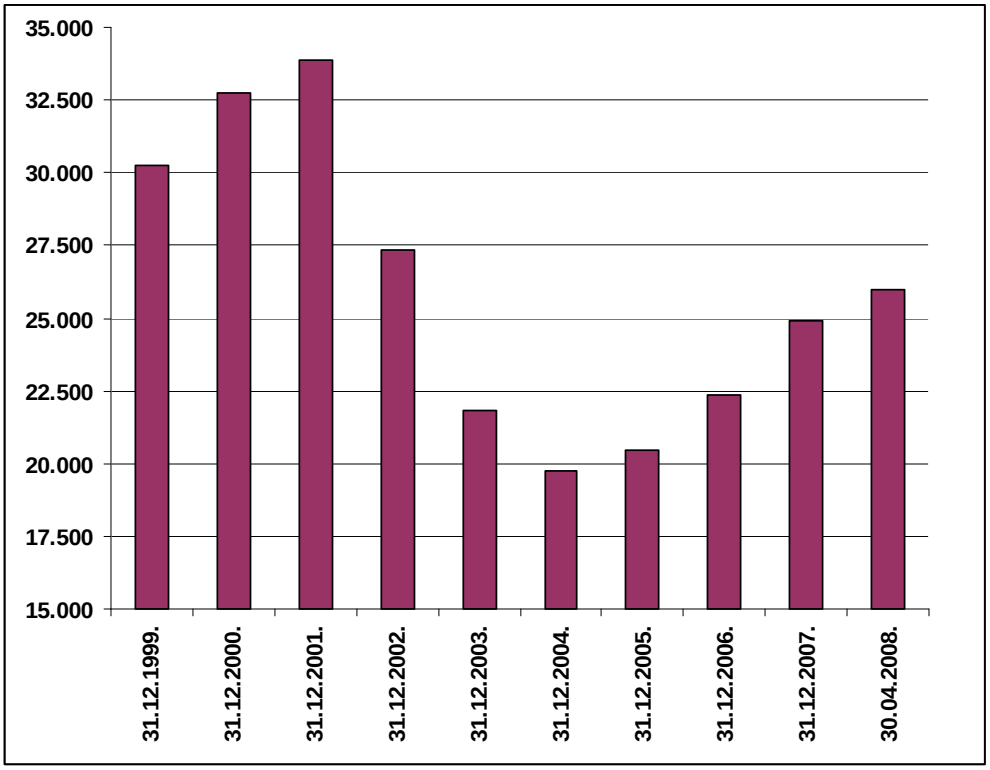
[10] Dika, M.: **Četvrta novela stečajnog zakona**, Narodne novine, Zagreb, 2006., str. 47

[11] Ovim putem želim se zahvaliti Financijskoj agenciji na dostavljenim podacima.

Tablica 15. Broj insolventnih pravnih osoba, i ukupan i prosječan broj zaposlenih u Republici Hrvatskoj od 2000. do 2008.[12]

Stanje na dan	Broj insolventnih pravnih osoba	Lančani indeks	Broj zaposlenih kod insolventnih pravnih osoba	Lančani indeks	Prosječni broj zaposlenih kod insolventnih pravnih osoba
31.12.1999.	30.278	-	164.976	-	5,45
31.12.2000.	32.717	108,1	128.346	77,8	3,92
31.12.2001.	33.853	103,5	100.277	78,1	2,96
31.12.2002.	27.331	80,7	48.364	48,2	1,77
31.12.2003.	21.829	79,9	33.731	69,7	1,55
31.12.2004.	19.720	90,3	30.648	90,9	1,55
31.12.2005.	20.446	103,7	36.230	118,2	1,77
31.12.2006.	22.349	109,3	29.853	82,4	1,34
31.12.2007.	24.922	104,2	30.120	104,2	1,21
30.04.2008.	25.982	101,2	30.924	104,5	1,19

Grafikon 9. Broj insolventnih pravnih osoba u Republici Hrvatskoj[13]



[12] Izvor: Financijska agencija

[13] Izvor: Financijska agencija

Pad broja insolventnih pravnih osoba u razdoblju od 2001. do 2004. treba vezati uz donošenje i provedbu Zakona o izmjenama i dopunama Stečajnog zakona iz 2000. godine[14]. Naime, tim je zakonom[15] utvrđena obveza Zavoda za platni promet (danas FINA-e) da podnosi izvješća trgovačkim sudovima o svim pravnim osobama s čijih računa tijekom posljednja tri mjeseca nije izvršena nikakva isplata. Ta su društva po skraćenom postupku izbrisana iz registra, odnosno nad njima je proveden stečaj. Dakle, učinila se „čistka" insolventnih trgovačkih društava koja nemaju zaposlenih i imaju malu imovinu, a upravo ona i jesu najbrojnija. Stoga pad brojnosti insolventnih pravnih osoba nije inherentan gospodarskom napretku, već administrativnom unaprjeđenju stečajnog sustava.

U promatranom razdoblju (2000-2008) usporedno s padom broja insolventnih pravnih osoba može se promatrati i pad prijavljenih nepodmirenih obveza. Tablica 16. prikazuje konstantan pod iznosa prijavljenih nepodmirenih obveza od 2000. do 2005., te od 2005. godine do danas ovaj iznos raste, da bi koncem travnja 2008. godine ukupan iznos prijavljenih nepodmirenih obveza svih poslovnih subjekata u Hrvatskoj iznosio oko 15,3 milijarde kuna. No, skrati li se period na promatranja na samo posljednje tri godine (2005-2008) tada se uočava jasan trend rasta dospjelih nepodmirenih obveza.

Tablica 16. Broj insolventnih pravnih osoba i iznos prijavljenih nepodmirenih obveza u Republici Hrvatskoj od 2000. do 2008.[16]

Stanje na dan	Broj insolventnih pravnih osoba	Iznos prijavljenih nepodmirenih obveza u 000 kn	Lančani indeks	Prosječan iznos nepodmirenih obveza po insolventnom društvu u kn
31.12.1999.	30.278	26.582.795	-	877.957
31.12.2000.	32.717	20.249.266	76,2	618.922
31.12.2001.	33.853	17.388.371	85,9	513.643
31.12.2002.	27.331	14.255.486	82,0	521.587
31.12.2003.	21.829	12.805.552	89,8	586.630
31.12.2004.	19.720	11.108.712	86,7	563.322
31.12.2005.	20.446	10.979.464	98,8	536.998
31.12.2006.	22.349	12.117.281	110,4	542.184
31.12.2007.	24.922	14.316.302	105,3	574.444
30.04.2008.	25.982	15.326.330	101,5	589.883

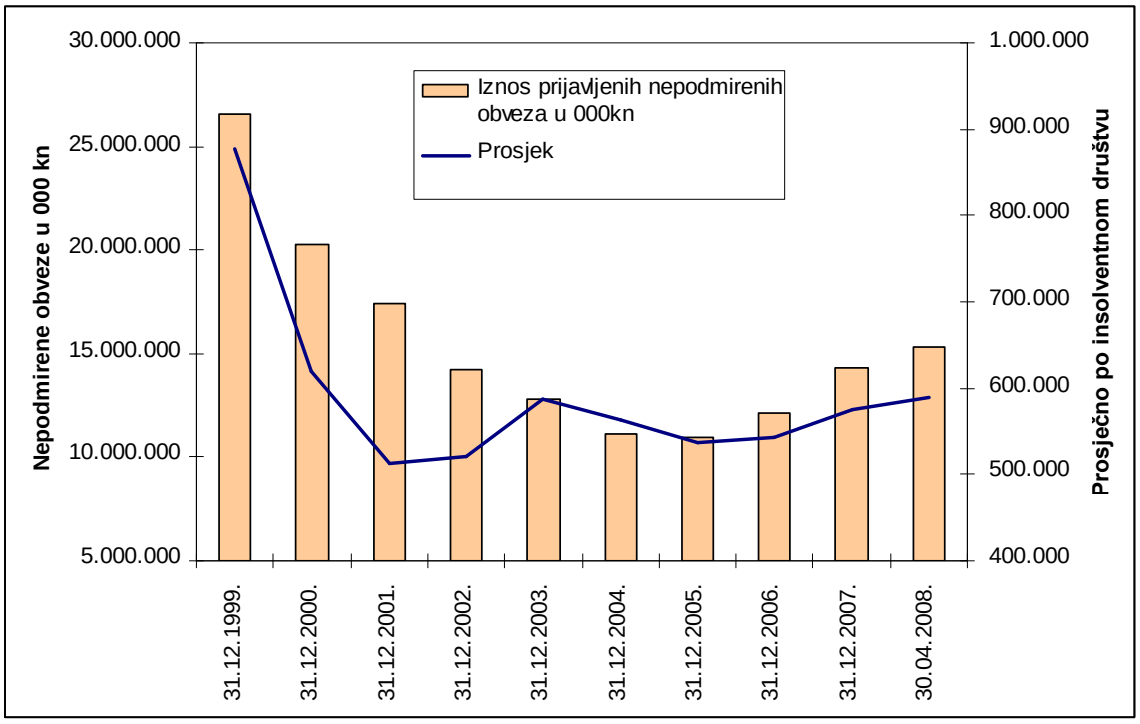
[14] NN 129/00

[15] čl. 70. Zakona o izmjenama i dopunama Stečajnog zakona (NN 129/00)

[16] Izvor: Financijska agencija

Iste karakteristike iznosa blokada prikazuje i grafikon 10., no ondje se uz ukupan iznos nepodmirenih obveza može promatrati i prosječan nepodmireni iznos po insolventnom društvu. U posljednjih 7 godina insolventna pravna osoba imala je prosječno između 500 i 600 tisuća kuna nepodmirenih obveza, s tim da ovaj prosjek u posljednje 4 godine raste, te se krajem 2008. godine može očekivati iznos veći od 600 tisuća kuna po pravnoj osobi.

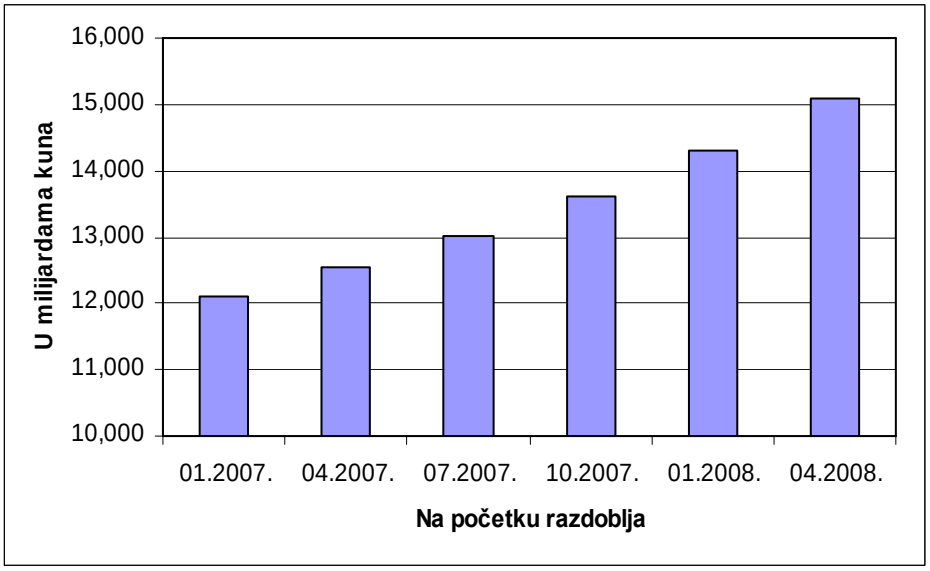
Grafikon 10. Prosječni i ukupni iznos prijavljenih nepodmirenih obveza u Republici Hrvatskoj od 2000. do 2008.[17]



Zbog vremenskog razdoblja analize grafikon 10. ne mora biti adekvatan pokazatelj agregatnih iznosa nepodmirenih obveza, te je stoga u grafikonu 11. izolirana samo 2007 i 2008 godina, i to u kvartalnoj dinamici. U grafikonu 11. sasvim je jasno uočljiv rastući trend neplaćanja, odnosno nepodmirivanja dospjelih obveza u Republici Hrvatskoj. Ukoliko se ovaj trend nastavi u Hrvatskoj se do početka 2010. godine može očekivati i preko 20 milijardi kuna ukupnog iznosa nepodmirenih dospjelih obveza.

[17] Izvor: Financijska agencija

Grafikon 11. Ukupni iznos prijavljenih nepodmirenih obveza u Republici Hrvatskoj u 2007. i početkom 2008. godine[18]



Insolventne pravne osobe u Republici Hrvatskoj prema broju zaposlenih

Već je iz tablice 15. vidljivo kako je prosječan broj zaposlenih po insolventnoj pravnoj osobi vrlo malen (oko 1 do 5), što govori kako je velik broj blokiranih poslovnih subjekata u stvari bez zaposlenih. Egzaktni podaci o broju zaposlenih po insolventnom društvu u Hrvatskoj prezentirani su u tablici 17.

Tablica 17. Distribucija insolventnih pravnih osoba u Republici Hrvatskoj prema broju zaposlenih na dan 30. travnja 2008. godine[19]

Broj zaposlenih	Broj insolventnih pravnih osoba	Struktura u %	Iznos prijavljenih nepodmirenih obveza u 000 kn	Struktura u %
0	18.815	72,4	8.800.784	57,4
od 1 do 5	6.330	24,4	3.948.741	25,8
od 6 do 10	439	1,7	970.670	6,3
od 11 do 50	321	1,2	835.489	5,4
od 51 do 100	42	0,2	317.218	2,1
od 101 do 200	20	0,1	116.632	0,8
od 201 do 500	13	0	255.202	1,7
od 501 do 1000	2	0	81.594	0,5
UKUPNO	**25.982**	**100**	**15.326.330**	**100**

[18] Izvor: Financijska agencija

[19] Izvor: Financijska agencija

Iz tablice 17. sasvim je jasno kako najveći dio insolventnih pravnih osoba u Hrvatskoj (čak 72,4%) zapravo čine poslovni subjekti koji uopće nemaju zaposlenih. Dakle, kod ovih 72,4% insolventnih pravnih osoba, odnosno njih u Hrvatskoj ukupno 18.815, zaposlen je sveukupno nijedan radnik! Tih „nula“ radnika stvorilo je preko 8,8 milijardi kuna neplaćenih obveza, odnosno više od pola (57,4%) svih neplaćenih obveza u Hrvatskoj.

Pravne osobe bez zaposlenih čine gotovo tri četvrtine svih insolventnih društava, a uzmemo li u obzir i pravne osobe s malo zaposlenih (do pet radnika), tada se u rasponu od 0-5 zaposlenih nalazi 96,8% insolventnih pravnih osoba u Hrvatskoj.

Insolventne pravne osobe u Republici Hrvatskoj prema duljini trajanja blokade

Za stečajni je sustav, ali i ekonomski u cjelini paralizirajuće prosječno vrijeme trajanja blokada: dominiraju blokade u trajanju dužem od godinu dana, a više od polovine odnosi se na pravne osobe bez zaposlenih radnika. Ne samo da navedenih gotovo 19 tisuća insolventnih pravnih osoba čini apsolutnu većinu prema neplaćenim iznosima, nego su i trajanja njihovih blokada u preko 88% slučajeva u duljini preko godine dana. Iznosi prijavljenih nepodmirenih obveza u tisućama kuna i broj insolventnih pravnih osoba bez zaposlenih prema trajanju blokade računa prezentirani su u tablici 18.

Tablica 18. Nepodmirene obveze pravnih osoba bez zaposlenih prema trajanju blokade na dan 30. travnja 2008.[20]

Trajanje blokade	Broj insolventnih pravnih osoba	Struktura u %	Iznos prijavljenih nepodmirenih obveza u 000 kn	Struktura u %
do 30 dana	292	1,6	91.156	1
31 – 60 dana	194	1	83.527	0,9
61 – 180 dana	810	4,3	263.351	3
181 – 360 dana	922	4,9	303.784	3,5
više od 360 dana	16.597	**88,2**	8.058.966	**91,6**
UKUPNO	**18.815**	**100**	**8.800.784**	**100**

Iz tablice 18. valja naglasiti slijedeći podatak: od 18.815 pravnih osoba koje sve zajedno nemaju niti jednog zaposlenika, njih 88,2% insolventno je već duže od godine dana (premda je zakonom propisano da se nakon 60 dana mora pokrenuti stečaj). Ukoliko se promatraju ukupni neplaćeni iznosi njihov je udio još veći: 91,6% neplaćenih iznosa kod

[20] Izvor: Financijska agencija

subjekata bez zaposlenika čine dugoročne blokade. Jasno je kako ovi pravni subjekti postoje samo „na papiru“, odnosno potpuno su neaktivni – nemaju zaposlenih, a već duže od godine dana nemaju slobodan račun preko kojega mogu poslovati.

Može se pomisliti kako dugoročne blokade postoje većinom kod neaktivnih subjekata, no to nije slučaj. Analizira li se cijela populacija pravnih osoba, a ne samo subjekti bez zaposlenih, tada tablica 19. predočuje kako je apsolutna većina (preko 80%) svih insolventnih društava u Hrvatskoj blokirano već duže od godine dana, te kako ove dugoročne blokade čine većinu (86,3%) svih neplaćenih obveza u Hrvatskoj.

Tablica 19. Nepodmirene obveze pravnih osoba u Republici Hrvatskoj prema trajanju blokade na dan 30. travnja 2008.[21]

Trajanje blokade	Broj insolventnih pravnih osoba	Struktura u %	Broj zaposlenih kod insolventnih pravnih osoba	Struktura u %	Iznos prijavljenih nepodmirenih obveza u 000 kn	Struktura u %
do 30 dana	996	3,8	7.355	23,8	308.680	2
31 – 60 dana	544	2,1	2.106	6,8	250.312	1,6
61 – 180 dana	1.633	6,3	4.646	15	709.869	4,6
181 – 360 dana	1.710	6,6	3.316	10,7	836.505	5,5
više od 360 dana	21.099	**81,2**	13.501	43,7	13.220.964	**86,3**
UKUPNO	**25.982**	**100**	**30.924**	**100**	**15.326.330**	**100**

Ovi podaci ponovno akcentiraju problem neaktivnih društava: od 21.099 dugoročno insolventnih pravnih osoba njih 4.502[22] zapošljava 13.501 radnika, odnosno u prosjeku tri radnika po dugoročno insolventnoj aktivnoj pravnoj osobi. Na tih 4.502 radnika odnosi se 5,16 milijardi kuna dugovanja, odnosno u prosjeku oko 1,15 milijuna kuna po pravnom subjektu. Dakle, prosječna dugoročna blokada po aktivnom insolventnom subjektu iznosi nešto više od milijun kuna, no valja uvidjeti kako su to društva koja u prosjeku zapošljavaju svega nekoliko radnika. Stoga se iznova uviđa kako najveće breme dugovanja snose neaktivna društva bez zaposlenih.

Čini se kako se ovdje radi o iskorištavanju krajnjih mogućnosti sustava ograničene odgovornosti i empirijski često uočenoj pojavi kada poduzetnik preuzima obveze na svoje poduzeće (ne i na svoje ime, odnosno na vlastitu imovinu), ne servisira dugove, društvo postaje insolventno, potom isti taj „poduzetnik“ otvara novu tvrtku, a staru ostavlja

[21] Izvor: Financijska agencija

[22] Iz tablice 18 i 19: 21.099 – 16.597 = 4.502

neaktivnom i blokiranom. O ovom izigravanju sustava već je bilo riječi kod razmatranja nepoštenih dužnika (u 2.6.2.).

Insolventne pravne osobe u Republici Hrvatskoj s obzirom na regionalnu pripadnost

Što se geografske strukture tiče, daleko najveći broj insolventnih društava (odnosno nepodmirenih potraživanja) nalazi se na širem području Zagreba (Zagrebačka županija i Grad Zagreb), nakon čega slijede ostali regionalni centri (Split, Rijeka, Osijek). S obzirom na broj poslovnih subjekata registriranih u tim centrima, ovo je i sasvim razumljivo. Geografska struktura dužnika, odnosno njihovih obveza, predstavljena je tablicom 20, gdje se može promatrati i udio poslovnih subjekata registriranih na području navedenih županija.

Tablica 20. Geografska struktura nepodmirenih obveza i udio u regionalnom broju registriranih poslovnih subjekata početkom 2007. godine[23]

	Na dan 30.04.2007.		Na dan 31.12.2006.	
Županija	**Iznos prijavljenih nepodmirenih obveza u 000 kn**	**Udio u Hrvatskoj u %**	**Broj poslovnih subjekata registriranih u županiji**	**Udio u Hrvatskoj u %**
Grad Zagreb	5.531.394	43,5	76.282	31,9
Splitsko-dalmatinska	1.091.182	8,6	29.649	12,4
Primorsko-goranska	805.716	6,3	20.239	8,5
Osječko-baranjska	786.798	6,2	8.903	3,7
Zagrebačka	657.083	5,2	14.602	6,1
Istarska	543.766	4,3	18.211	7,6
Ostale županije	3.310.898	25,9	71.245	29,8
UKUPNO	12.726.837	100	239.131	100,0

Ovi pokazatelji iz tablice 20. nisu iskazani u istom trenutku, ali vremenski razmak između njih nije velik – iznosi četiri mjeseca, te se mogu aproksimirati. Tako je u Gradu Zagrebu početkom 2007. godine bilo smješteno oko 32% svih poslovnih subjekata u Republici Hrvatskoj, a dio neplatiša među njima stvarao je oko 44% svih dospjelih nepodmirenih obveza u Hrvatskoj. Osječko-baranjska županija pokazuje još veći disparitet: od tamošnjih 3,7% poslovnih subjekata jedan dio njih nije plaćao 6,2% svih dospjelih nepodmirenih obveza u Republici Hrvatskoj. Kao najpouzdaniji platci pokazali su se poslovni subjekti u Istri; 7,6% od svih poslovnih subjekata u Hrvatskoj registrirano je u Istarskoj

[23] Izvor: Financijska agencija i Državni zavod za statistiku

županiji, a jedan dio njih koji ne podmiruje svoje obveze na vrijeme čini ukupno 4,3% svih dospjelih nepodmirenih obveza u Hrvatskoj.

Insolventne pravne osobe u Republici Hrvatskoj s obzirom na djelatnost

Promatraju li se djelatnosti kojima se bave blokirane pravne osobe (tablica 21.), može se uočiti kako insolventne pravne osobe koje se bave trgovinom u Hrvatskoj stvaraju gotovo 40% svih nepodmirenih obveza. Točnije, 28,9% nepodmirenih obveza učinili su subjekti koji se bave trgovinom na veliko, a 10,6% koji se bave trgovinom na malo. Od djelatnosti koje su značajnije zastupljene treba spomenuti i građevinarstvo, čiji subjekti čine preko 10% nepodmirenih dospjelih obveza.

Tablica 21. Djelatnosti s najvećim iznosima nepodmirenih obveza u Republici Hrvatskoj, na dan 30.04.2008.[24]

Djelatnost	Iznos nepodmirenih dospjelih obveza u 000 kn	Udio u %
Trgovina na veliko i posredovanje u trgovini	4.429.304	28,9
Trgovina na malo; popr. predmeta za kućanstvo	1.628.070	10,6
Građevinarstvo	1.607.817	10,5
Ostale poslovne djelatnosti *	911.112	5,9
Proizvodnja hrane i pića	759.701	5,0
Hoteli i restorani	753.469	4,9
Trgovina mot. vozilima; popravak mot. vozila	577.715	3,8
Kopneni prijevoz i cjevovodni transport	517.195	3,4
Poljoprivreda, lov i usluge povezane s njima	362.241	2,4
Proizv. proizvoda od metala, osim strojeva i opreme	318.419	2,1
Rekreacijske, kulturne i sportske djelatnosti	309.695	2,0
Proizv. ostalih nemetalnih mineralnih proizvoda	293.295	1,9
Prateće i pomoćne djelatnosti u prijevozu	243.800	1,6
Prerada drva i proizv. od drva, osim namještaja	233.222	1,5
Ostalo **	2.381.275	15,5
Ukupno	**15.326.330**	**100**

* - razred 74 prema Nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti[25]
** - ostale djelatnosti koje nisu navedene u tablici

[24] Izvor: Financijska agencija

[25] pravne, računovodstvene, knjigovodstvene i revizijske djelatnosti; porezno savjetovanje; istraživanje tržišta i ispitivanje javnoga mnijenja; poduzetničko i poslovno savjetovanje; pravni poslovi; računovodstveni, knjigovodstveni i revizijski poslovi; porezno savjetovanje; istraživanje tržišta i ispitivanje javnoga mnijenja; savjetovanje u vezi s poslovanjem i upravljanjem; upravljačke djelatnosti holding-društava; arhitektonske djelatnosti i inženjerstvo te s njima povezano tehničko savjetovanje; tehničko ispitivanje i analiza; promidžba (reklama i propaganda); posredovanje u zapošljavanju; istražne i zaštitne djelatnosti; čišćenje svih vrsta objekata; raznovrsne poslovne djelatnosti; fotografske djelatnosti; djelatnosti pakiranja; tajničke i prevoditeljske djelatnosti; ostale poslovne djelatnosti (NKD, NN 52 / 2003)

Dakle, gotovo dvije petine svih neplaćenih obveza učinili su pravni subjekti na području djelatnosti trgovine.

Konačno, može se zaključiti kako analiza dospjelih neplaćenih obveza pokazuje kako daleko najveći dio dugovanja stvaraju pravne osobe bez zaposlenika, te kako su ovi subjekti dugoročno blokirani, odnosno insolventni su duže od godine dana. Najveći dio nepodmirenih dugovanja učinile su pravne osobe s šireg područja Zagreba, odnosno iz djelatnosti trgovine. Dakle, to je duboko ukorijenjena strukturna insolventnost koju valja razriješiti što je moguće prije, a ova *zombi*-poduzeća, ni živa ni mrtva, potrebno je ili likvidirati, ili ako je gdje moguće rehabilitirati.

Uz to, nastavi li se trend rasta neplaćanja nepodmirenih dospjelih obveza njihov iznos na razini Hrvatske mogao bi eskalirati i dovesti i do krizne situacije.

5.2. Cilj istraživanja stečajne prakse u Hrvatskoj

Budući da u procesu stečaja nestaju radna mjesta i rasprodaje se imovina dužnika (osim u iznimno rijetkim slučajevima restrukturiranja), te nestaju ekonomski resursi za stvaranje nove vrijednosti, u interesu je svih građana da sva postupanja u stečaju budu javna, jasna, i nadzirana kako bi se izbjegla svaka mogućnost manipulacije i nezakonitih postupaka.

Cilj anketnog istraživanja najčešćih problema u stečajnoj praksi u Republici Hrvatskoj jest prikupljanje informacija o uzrocima stečaja, poteškoćama i mogućim rješenjima problema u stečajnim postupcima u Hrvatskoj, i to od subjekata koji su involvirani u stečajne procese – od osoba koje stečaj provode u svakodnevnoj praksi. Pretpostavka ovog istraživanja jest upravo kako se glas prakse ne čuje dovoljno, te kako osobe koje stečaj zaista provode posjeduju mnoštvo vrijednih informacija i iskustava o mogućim načinima unaprjeđenja stečajnog postupka. Druga hipoteza jest kako se boljim poznavanjem i sagledavanjem mogućih uzroka i povoda stečaja može doći do vrijednih saznanja o alternativnim rješenjima poslovnih poteškoća te legitimnim metodama izbjegavanja stečaja.

Prikupljene informacije mogu služiti kao racionalni, objektivni, i nezavisni izvor podataka o stečajnom postupku u Hrvatskoj, odnosno u svrhu izvođenja širokog spektra mogućih postupaka unaprjeđenja stečajnog procesa, kako bi on bio otvoreniji, jasniji, brži, efikasniji, jeftiniji, te u skladu s odnosnim zakonima. Također, široki spektar informacija o postojećim stečajevima (prije svega o uzrocima stečaja) može poslužiti gospodarstvenicima kao vodič za izbjegavanje poslovnih poteškoća, po principu učenja iz tuđeg (lošeg) iskustva. Uz navedeno, sudionici ankete u funkciji povratne veze mogu dati jasne savjete i preporuke zakonodavcu u svezi regulatornog okvira stečajnog postupka.

5.3. Metodologija

Primijenjena je metoda ankete, jer je imajući u vidu svrhu i cilj istraživanja smatrana najprihvatljivijom, jednostavnom, te izvedivom[26].

Sačinjen je stečajni upitnik radi stjecanja uvida u aktualna pitanja i probleme koje postoje u stečajnom postupku u Hrvatskoj, no također i kako bi se ponudili mogući odgovori na neka od tih pitanja.

Ciljna skupina od 412 adresata sadržavala je:

a) uzorak od 270 stečajnih upravitelja od njih ukupno 480[27], odabran po ključu duljine radnog staža (dakle s ciljem dobivanja odgovora od najiskusnijih upravitelja),
b) cjelokupnu populaciju stečajnih sudaca u Hrvatskoj, na 13 prvostupanjskih trgovačkih sudova, i Visokom trgovačkom sudu: njih ukupno 132[28], i

[26] U tehničkom dijelu provedbe ove ankete bitan doprinos dala je dipl. oec. Snježana Kovač, kojoj ovim putem želim zahvaliti.

[27] U vrijeme formiranja ankete, krajem studenog 2006. Premda nije najprikladnije uspoređivati Hrvatsku i SAD teško je bilo ne napraviti slijedeću usporedbu: U Hrvatskoj koja ima oko 4,5 mil. stanovnika krajem 2006 postojalo je oko 130 stečajnih sudaca, dok u SAD-u koji broji oko 300 mil. stanovnika postoji oko 360 stečajnih sudaca (Altman, 2006, str. 14). Kada bi se hrvatska proporcija sudaca i stanovništva aplicirala na SAD tada bi u SAD-u bilo oko 8800 sudaca, a kada bi se ista američka proporcija primijenila na Hrvatsku u Hrvatskoj bi radilo samo **5 ili 6** stečajnih sudaca!

[28] Ibid.

c) pravne službe deset većih hrvatskih banaka, pravne odjele 10 većih banaka u Hrvatskoj, a to su: Erste, Hrv. poštanska, HVB Splitska (danas u grupi Societe Generale), Hypo Alpe Adria, Podravska, Privredna, Raiffeisen, Sonic, Volksbank, i Zagrebačka banka, kao vrlo čestih pokretača stečajnog postupka i najčešćih (razlučnih) vjerovnika u postupku.

Nakon uvodnih upita kojim je definirana struktura populacije sudionika (dob, spol, zanimanje, broj godina radnog iskustva), slijedila su temeljna pitanja, a to su:

1. Koji su najčešći problemi s kojima se susrećete u stečajnom postupku?
2. Kako bi se stečajni postupak mogao unaprijediti, odnosno, što smatrate da bi se moglo učiniti kako bi stečajni postupak bio brži, efikasniji, i jeftiniji?
3. Prema Vašim saznanjima, koji su najčešći uzroci stečajeva u Hrvatskoj?
4. Što biste savjetovali upravi mladog, 'zdravog' i perspektivnog trgovačkog društva da čini (ili ne čini), kako ne bi završila u stečaju?
5. Kada biste mogli, što biste izmijenili (ili čime biste nadopunili) stečajni zakon (NN 82/2006)?

Posljednje pitanje, tj. rubrika ostavljena je slobodnom, te su ondje adresati bili pozvani da, ukoliko imaju kakve dodatne komentare, sugestije, pitanja, ili slično, to učine u za to predviđenom prostoru.

Uzevši kako je cilj prikupljanje relevantnih informacija, u pitanjima se nastojalo izbjeći sve što bi moglo biti sugestivno, odnosno što bi adresate moglo usmjeravati i navoditi na određeni odgovor. Stoga su upiti bili formulirani kao pitanja bez unaprijed ponuđenih odgovora, što je anketu učinilo ponešto izazovnijom i više nalik metodi intervjua. Time se nastojala izbjeći pristranost, te je adresatu prepušteno da potpuno samostalno formira odgovor. S druge strane, to je zahtijevalo i veći angažman sudionika, jer odgovor nije bio ponuđen te su ga sami morali formirati.

5.4. Rezultati i analiza

Sudionici su ispunjenu anketu mogli vratiti pošiljatelju na koji od četiri ponuđena načina: poštom, e-poštom, telefaksom, ili ispunjavanjem ankete putem Interneta (čime su

anketu mogli odmah i ispuniti i poslati). Dakle, osim upitnika u fizičkom obliku koji je odaslan poštom, otvorena je i web stranica (http://www.efos.hr/nastavnici/bnovak/upitnik/) na kojoj se isti ovaj upitnik mogao ispuniti. Kako bi se izbjegla mogućnost da anketu ispunjavaju osobe nekompetentne za problematiku stečajeva (odnosno slučajni posjetitelji), pristup stranici ograničen je autorizacijskim postupkom. Korisničko ime i lozinka podijeljeni su svim prethodno navedenim adresatima, kao i osobama koje su se naknadno javile s željom sudjelovanja, a za koje se moglo utvrditi kako posjeduju određeno znanje i iskustvo u području stečajnog postupka.

Svim respondentima jamčena je privatnost, tj. diskrecija.

Mora se spomenuti kako je prikupljanje ispunjenih anketa od strane stečajnih sudaca bilo vrlo teško[29]. Prvotno je odgovorilo tek troje sudaca (od 132), a tek nakon naknadnih poziva i zamolbi, te nekoliko produljenja konačnog roka (odnosno datuma zaključenja ankete) prikupljeno je 17 odgovora.

Ovaj broj je svakako veći od komercijalnih banaka, od čijih pravnih odjela nakon brojnih naknadnih upita i čekanja nije dobiven niti jedan odgovor.

Drugim riječima, postoji određena informacijska barijera (uz časne iznimke) kod velikog dijela sudionika stečajnog postupka, a uzroke treba tražiti među slijedećima: bezvoljnost, nezainteresiranost, nekomunikativnost, indisponiranost, demotiviranost, te nepostojanje funkcionalnog kontrolnog mehanizma.

Premda je odaziv kvantitativno bio skroman, prikupljeni podaci bili su iznimno bogati, te je kvaliteta odgovora bila izuzetno visoka što je posljedica iskustva sudionika. Naime, prosječni radni staž respondenata iznosi 14 godina, a prosječna dob 53,4 godine (tablica 22), te se s pravom može reći kako su dobiveni odgovori utemeljeni na realnom iskustvu.

Tablica 22. Analiza respondenata ankete stečajnih praktičara u RH

Kategorija	Opis	Broj	%
SPOL	Muški	25	60.97
	Ženski	11	26.82
	Bez odgovora	5	12.19
	UKUPNO	**41**	**100**
ZANIMANJE	Stečajni upravitelj	24	58.53

[29] Svijetle iznimke su Trgovački sudovi u Bjelovaru i Sisku, koji su bili vrlo komunikativni i spremni na suradnju.

	Stečajni sudac	17	41.46
	UKUPNO	**41**	**100**
ISKUSTVO	Prosječno radno iskustvo (u godinama): 14.0		
	Prosječna dob (u godinama): 53.4		

Rezultati ankete, u formi odgovora na postavljena pitanja, grupirani su prema zajedničkim karakteristikama. Budući je respondentima jamčena potpuna diskrecija i anonimnost, uz odgovore nisu navedeni nikakvi deskriptori. Valja napomenuti kako je velik broj odgovora bio nalik jedan drugom, te kako postoji konsenzus oko problematike pojedinih elemenata stečajnog postupka.

Osim nužnih pravopisnih/gramatičkih ispravaka, te grupiranja prema zajedničkim karakteristikama, ni na koji način nije se interveniralo u dobivene odgovore. **Izjave, stavovi, i mišljenja koji su prezentirani u 5.4.1. do 5.4.5. pod točkama isključivo su odgovori anketiranih osoba, i ne odražavaju nužno mišljenje i stavove autora, odnosno institucija kojima autor pripada**.

Dakle, u slijedećim odlomcima mogu se pronaći mišljenja anketiranih stečajnih praktičara u Republici Hrvatskoj, a navodnici koji bi indicirali kako se radi o citatima nisu stavljeni samo radi preglednosti.

5.4.1. Uzroci stečajeva u Hrvatskoj

Sudionici stečajnih postupaka identificirali su najčešće uzroke stečajeva u Hrvatskoj. Temeljem izvedenog istraživanja uzroci stečajeva mogu se grupirati u interne (oni koji su vezani uz samog stečajnog dužnika i njegovo poslovanje), eksterne (vezani uz ekonomsko – političko okruženje), te ostale uzroke (koji se nisu dali svrstati u dvije prethodne kategorije).

a) interni uzroci stečajeva u RH:

• Neodgovorno postupanje stečajnih dužnika, izbjegavanje dužnih (preuzetih) obveza, slaba financijska disciplina

• Loš menadžment

• Loše planiranje poslova, loše ugovaranje i vođenje poslova

• Nemogućnost naplate vlastitih tražbina što dovodi do otežanja cjelokupnog poslovanja

• Neiskorištenost kapaciteta i zaposlenika (višak radnika; prevelik broj radnika)

• Loši međuljudski odnosi u poduzeću

• Slabo nagrađivanje – plaćanje radnika

b) eksterni uzroci stečajeva u RH:

• Neplaćanje obveza kao obrazac 'normalnog ponašanja'

• Nedovoljno razvijeno tržište i primjena pravila tržišta, slabo djelovanje tržišnih mehanizama, gubitak tržišta nakon osamostaljenja

• Posljedice ratnih događanja

• Tehnološko zaostajanje

• Nastojanje izigravanja propisa i vjerovnika, poslovanje protivno zakonskim propisima (kriminalne radnje). Tvrtke se vode s ciljem da pojedinci pribave za sebe materijalnu korist, a ne u korist tvrtke koju vode

• Nekonzistentna ekonomska politika države

• Nepostojanje kaznene i materijalne odgovornosti vlasnika i poduzetnika

• Poslovni partneri tvrtki se ne ponašaju poslovno i u interesu svojih tvrtki jer u protivnom ne bi radili sa nekim tko im duguje po nekoliko godina

• Loša pretvorba i privatizacija - ciljana pljačka društava. U godinama nakon osamostaljenja instalirane su u društvima osobe sa ciljem pljačkanja. Model je da se dobiju upravljačka prava putem nadzornog odbora, imenuje uprava koja je podobna i čini se zatvoreni krug, a nakon toga se društvo zadužuje, imovina stavlja pod hipoteku. Novac nikad ne stigne u društvo, već direktno iz banke fiktivno bude plasiran u druga društva. Pri tom se koristi model asignacije. Kad društvo koje je trebalo temeljem asignacije dobiti novac i samo padne u stečaj, prijavi se potraživanje i tek onda se otkrije da tamo novac nikad nije ni stigao, te ondje to potraživanje stečajni upravitelj ospori

c) ostali uzroci stečajeva u RH:

• Povlašteni položaj banaka kao vjerovnika

• Povlašteni položaj pojedinih trgovaca

• Uvozničko trgovački lobi

• Krivci za dovođenje u stečaj su i nadalje najpošteniji i uvaženi građani, a rijetko se protiv njih vode postupci, mada su za takav 'rad' primali plaću 10 pa i više puta veću od naknade koju može dobiti stečajni upravitelj.

5.4.2. Problemi u stečajnom postupku u Republici Hrvatskoj

Identificirani su brojni problemi koji opterećuju stečajne postupke u Hrvatskoj. Sudionici istraživanja ovdje su imali vrlo slične odgovore, koji su stoga grupirani u četiri kategorije:

1. problemi vezani uz neprimjenjivanje zakona i uz loša zakonska rješenja,
2. problemi u radu sudova,
3. problemi u radu stečajnih upravitelja,
4. problemi kod stečajnog dužnika, i
5. ostali problemi.

Najčešći je odgovor vezan uz prekasno vrijeme pokretanja stečajnog postupka. Postoji jasan konsenzus kako se zakon ne poštuje u svezi roka iniciranja postupka. Utoliko, sasvim je jasno kako se u Hrvatskoj događa vrlo malo restrukturiranja, jer je nemoguće sanirati poduzeće ako se stečaj pokreće u trenutku kad je imovina već nepovratno izgubljena, a najbolji zaposlenici već našli drugog poslodavca (što je u Hrvatskoj nas najčešća situacija).

1. problemi vezani uz neprimjenjivanje zakona i uz loša zakonska rješenja:

• Trgovačka društva odlaze u stečaj kada više nema nikakvih mogućnosti za nastavak poslovanja i ozdravljenje društva; u pravilu, uprave društava izbjegavaju otvaranje stečaja zbog zadržavanja svojih pozicija te iscrpe društvo do krajnjih granica. Dolazi i do odliva najkvalitetnijih kadrova, te stečajni upravitelj ima vrlo male, ili nikakve šanse pokrenuti poslovanje i zadržati radnike u radnom odnosu

• Postoji visok prag tolerancije nadležnih institucija prema insolventnim trgovačkim društvima, a stečajevi se ne otvaraju čak ni kada se poduzeća nalaze u visokom stupnju poslovnih poteškoća

• Velik je protek vremena od nastupanja uvjeta za otvaranje stečaja do stvarnog pokretanja stečajnog postupka

• Loša zakonska rješenja koja omogućavaju društvima da izbjegavaju svoje obveze prema vjerovnicima, a kada poduzeće propadne jednostavne nastave poslovanje osnivanjem novog društva

• Nepoznavanje odredbi koje uređuju pitanja stečajnog postupka (nepoznavanje procesne materije i materijalnih odredbi) iz čega proizlaze neuredne i nepotpune prijave tražbina odnosno obavijesti o postojanju razlučnih ili izlučnih prava

• Potpuno je neriješena predaja arhivske građe po okončanju stečajeva, iako su tu vrijedni podaci (kao npr. o plaćanju djelatnika), jer državni arhiv odbija primiti građu, čak i kada se radi o dioničkim društvima u kojima je bilo zaposleno i po 500 djelatnika. Nakon okončanja svakog stečaja arhiviraju se tone papira koje nitko nikada ne čita, dok s druge strane iskustva i zapažanja stečajnog upravitelja nikoga ne zanimaju. Ono što je kod svakog stečajnog postupka najdragocjenije – iskustva stečajnog upravitelja – tako odlaze u vjetar

• Odvjetničke usluge se plaćaju na način da se posebno plaća svaki podnesak, žalba, ročište i sl., te zbog takvog načina plaćanja njihovih usluga odvjetnici otežu sudske postupke radi veće zarade. Dakle, nužno bi bilo odrediti paušalni iznos za svaki predmet ili odrediti cijenu rada. Cijenu rada treba odrediti i za stečajnog upravitelja i napustiti način nagrađivanja u postotku od unovčene stečajne mase. To pogoduje onim upraviteljima koji dobivaju stečajeve s velikom stečajnom masom a obično je najviše problema i posla upravo u stečajevima s malom stečajnom masom

• Praksa da se stečajni postupci 'tovare' ukamaćivanjem tražbina jer se nitko ničega ne želi odreći, tako da u Hrvatskoj uopće ne postoji praksa preustroja

• Postoje brojne nelogičnosti i kontradiktornosti Stečajnog zakona

2. problemi u radu sudova:

• Neznanje koje pokazuje velika većina sudaca o ustrojstvu i načinu funkcioniranja poduzeća. Ovo neznanje „hrani" strah i nepovjerenje u odluke i prijedloge stečajnog upravitelja pa suci razumljivo odabiru samo one stečajne upravitelje u koje imaju povjerenja. Rezultat: negativna selekcija

• Neformalne grupe sudaca i stečajnih upravitelja dovele su do toga da mali broj stečajnih upravitelja vodi deset i više stečajeva dok nekoliko stotina drugih nikada nije dobilo niti jedan

• Zakonske novele namješta odvjetnički lobi

• Žalbe na visokom trgovačkom sudu se rješavaju najkraće za 1,5 godinu do 2 godine, ali često i duže od toga

• Nedovoljna educiranost sudaca općinskih sudova vezano uz stečajni postupak

3. problemi u radu stečajnih upravitelja:

• Nedovoljno stručan i odgovoran rad stečajnih upravitelja, njihova loša osposobljenost, stručnost i znanje; needuciranost

• Sporost i površnost stečajnih upravitelja. Stečajni sudac često mora voditi poslove stečajnog upravitelja, a sucu se pripisuju sve nezakonitosti stečajnog upravitelja

• Zanimanje stečajnog upravitelja u našim uvjetima nije do kraja dorečeno. S jedne strane traži se veliko znanje i stručnost, a s druge strane stečajni je upravitelj unaprijed „negativac“ prema svim stranama u stečajnom postupku i prema javnosti. S obzirom na znanje i stručnost koja se traži, ovaj posao je nedovoljno nagrađen (minimalne naknade u odnosu na posao i odgovornost o kojima odlučuju suci), a u javnosti se zahvaljujući medijima (i politici) na stečajne upravitelje gleda kao na kriminalce

• Stečajnom upravitelju je već i unaprijed otežan rad, jer je u stečajnom postupku podvrgnut pritiscima raznih interesnih skupina, i od strane vjerovnika, banaka, politike i države, radnika, i ostalih razlučnih i stečajnih vjerovnika, a često su ti interesi i međusobno isprepleteni

• Ukoliko stečajni upravitelj kao ovrhovoditelj traži ovrhu na pokretninama uz obvezu da će on osigurati smještaj za ovršenikove zaplijenjene pokretnine onda se može zamisliti koliko poteškoća može imati stečajni upravitelj, koji u pravilu nema prostor u koji zaplijenjene stvari može spremiti do prodaje

• U početnoj fazi stečaja stečajni upravitelj mora i sam 'financirati' troškove stečajnog postupka (izrada pečata, otvaranje žiro računa, i dr.)

4. problemi kod stečajnog dužnika:

• Nepotpuna, loša, uništena, ili pokradena poslovna dokumentacija stečajnih dužnika koja se predaje stečajnim upraviteljima

• Nedostatne, nepotpune i netočne evidencije o imovini u knjižnom i vanknjižnom vlasništvu

• Nesuradnja uprave dužnika sa stečajnim upraviteljem

• Nedostupni vlasnici koji puno duguju, pa se sakrivaju

• Vlasnici su često manipulirani od strane njihovih odvjetnika koji ih zastupaju i navode ih u polukriminal

5. ostali problemi:

• Država je najveći dužnik i nepoštena je prema privrednim i građanskim subjektima

• Nepreuzimanje odgovornosti od strane Ministarstva financija i Državnog odvjetništva u situacijama kada RH kao veliki vjerovnik treba donijeti odluku o zauzimanju stava u stečaju, a porezna uprava ne reagira na neplaćene poreze i doprinose i po više godina

• Stečaj je često mjesto nastanka raznoraznih malverzacija

• Banke kao najčešći hipotekarni vjerovnici imaju prevelik utjecaj na suce

• Banke kod nas nisu zainteresirane za razvoj gospodarstva jer štite razvoj gospodarstva i klijente iz zemalja iz kojih potječu

• Imovina u državama sa teritorija bivše Jugoslavije

• Stečajni planovi su utopija

5.4.3. Moguća rješenja

Jedna od intencija istraživanja bila je i ponuditi moguća rješenja nakon identificiranja problema, kako bi istraživanje bilo u konstruktivno-kritičkom, a ne kritizerskom tonu. U tom smislu istaknuto je više vrsta mogućih unaprjeđenja stečajnog postupka, i to:

1. praktična unaprjeđenja stečajnog postupka,
2. unaprjeđenja pravnog okvira, i
3. ostale mogućnosti unaprjeđenja stečajnog postupka.

1. praktična unaprjeđenja stečajnog postupka:

• Treba poštovati zakonski rok o trajanju insolventnosti prije stečaja; nepravovremeno otvaranje stečajnog postupka najveći je problem. Ne postupa se po odredbama stečajnog zakona; Ministarstvo financija, HZZO i HZMO u pravilu puštaju tvrtke da ne plaćaju poreze i doprinose po nekoliko godina, a ima tvrtki koje su dužne i po desetak godina. Da se na vrijeme otvori stečajni postupak, većina tvrtki mogla bi nastaviti sa poslovanjem, sačuvala bi se radna mjesta, smanjio bi se broj sudskih postupaka a u pravilu takve tvrtke se mogu putem javnih dražbi relativno brzo prodati po dobroj cijeni.

• Država bi po sili zakona trebala pokretati stečajne postupke, jer je u velikom broju društava jedan od najvećih vjerovnika. Ona to ne čini (zbog socijalne politike, biračkog tijela ili nekih drugih razloga) i time samo produžava agoniju takvih društava, a pokrivanje gubitaka pokriva iz proračuna, znači na teret svih poreznih obveznika. Država bi trebala što prije promijeniti ovu praksu, i kroz stečajne postupke ići na ozdravljenje takvih društava gdje god je to moguće. Potrebno je znači naći jedan jednostavniji i za naše prilike i potrebe primjereniji model sanacije i preustroja stečajnih dužnika, što će automatski stečajni postupak učiniti efikasnijim i jeftinijim

• Prije ispitnog ročišta stečajni upravitelj bi morao utvrditi tržišnu vrijednost stečajne mase i na ispitnom ročištu obavijestiti vjerovnike koje se kategorije vjerovnika (isplatni redovi) neće moći namiriti zbog nedostatne stečajne mase. To radi toga da se vjerovnici isplatnog reda koji neće biti namiren, a kojima su tražbine osporene, ne pokreću tužbe za priznanje tražbina. Dakako, to bi trebalo ugraditi u stečajni zakon. Na temelju važećeg stečajnog zakona vode se parnice, iako nema stečajne mase, plaćaju se sudske pristojbe, odvjetnici dobro zarađuju i produžuje se stečajni postupak

• Vratiti u stečaj prepoznatljiv žiro račun (ranija oznaka 690…)

• Napraviti priručnik za stečajne upravitelje kojim bi se moglo standardizirati korake u postupcima i standardizirati izvještaje

2. unaprjeđenja pravnog okvira:

• Sudski predmeti u stečaju morali bi imati prioritet u rješavanju. Bržim rješavanjem sporova koji se vode na trgovačkim sudovima, općinskim sudovima (neke ovrhe ostanu kod ovih sudova), višem trgovačkom sudu. Popratni poslovi, parnice i sporovi na I. stupnju a posebno na VTS se ne rješavaju prije od tri godine. Sve bi parnice trebale biti hitne kako bi cijeli postupak brže tekao. Dakle; apsolutni prioritet dati sporovima u stečaju na svim sudovima (općinski, trgovački, visoki trgovački, županijski, vrhovni, upravni)

• Odrediti primjerene naknade odvjetnicima

• Dati širu mogućnost prodaje imovine stečajnog dužnika neposrednom pogodbom, jer troškovi oglasa za prodaju su visoki

• Ukinuti odredbe o odboru vjerovnika jer svatko od vjerovnika u tom odboru gleda isključivo vlastite interese

• Neformalne grupe stečajnih sudaca i stečajnih upravitelja riješiti tako da se stečajevi dodjeljuju stečajnim upraviteljima po abecednom redu ili na temelju odluke / preporuke Udruge stečajnih upravitelja

• Treba riješiti onaj dio pravosuđa koji je povezan sa politikom i kriminalom, te koji preko stečajnog upravitelja mogu usmjeriti sudbinu poduzeća

• Primijeniti propise o ovrsi: prva dražba – do 70%, druga dražba 50%, treća 25%, četvrta slobodna pogodba (sve traje 6 mjeseci)

3. ostale mogućnosti unaprjeđenja stečajnog postupka:

• Srediti zemljišne knjige

• Potrebno je konačno definirati zanimanje „stečajni upravitelj". To treba biti profesionalno zanimanje, treba se ići na osnivanje komore i „zaštitu struke". Sada se događa da u najvećem broju slučajeva ovaj posao obavljaju „podobni", kao dodatno zanimanje uz radni odnos

• Većom osposobljenošću, stručnošću i znanjima stečajnih upravitelja i stečajnih sudaca

• Riješiti pitanja edukacije i stjecanja praktičnih znanja, te izmjene iskustava; ponovno pokušati sa analitikom stečajne prakse (case study) jer ima dosta dragocjenih iskustava

• Politiku izbaciti iz postupka – bez pritisaka

• Za složenije procese treba angažirati stečajne upravitelje kojima je to osnovna djelatnost, a ne kolege kojima je to dopunska djelatnost. Ne može pravnik, tehnolog, profesor u školi kvalitetno pratiti financijska izvješća iako su položili stečajni ispit i bave se time kao dopunskom djelatnošću

5.4.4. Preporuke gospodarstvenicima

Kako se u svom poslu redovno susrećem s gospodarstvenicima koji su završili u stečaju, sudionici stečajnog postupka imaju vrijedna iskustva i saznanja i o samom načinu vođenja tvrtke koje je dovelo do stečaja. U tom smislu oni su itekako kompetentni dati određene preporuke aktivnim gospodarstvenicima (tj. onima kojima trenutno ne prijeti stečaj) koje im mogu pomoći u održanju stabilnog poslovanja. Ove preporuke mogu vezane su uz odnose unutar same tvrtke (interno poslovanje), ili uz odnose sa okruženjem (eksterno poslovanje).

1. preporuke gospodarstvenicima vezane uz interno poslovanje (odnosi unutar tvrtke):

• Kvalitetno računovodstvo, pomna kontrola troškova

• Pomna kontrola zaduživanja; 'pokriti se koliko je pokrivač dug'

• Poštovati pravila tržišnog postupanja; odgovorno postupati u poslovanju,

• Stalno usavršavanje i obrazovanje

• Ako nema 'internih kadrova' pronaći i angažirati kompetentne konzultante; angažiranje stručnjaka za područja za koje se nema odgovarajućih stručnih i drugih potrebnih znanja

• Radnike učiniti zadovoljnijima; motivirati sve radnike i prema njima se odnositi kao prema ljudima

• Iz radnika nastojati izvući svu kreativnost s kojom pojedinac raspolaže

• Izbjegavati prenagli rast poduzeća u kojem obično neke važne funkcije zaostaju i dovedu do naglog pada i urušavanje poduzeća

2. preporuke gospodarstvenicima vezane uz eksterno poslovanje (odnosi s okruženjem):

• Ozbiljno razmotriti s kojim poslovnim partnerima ulaziti u poslove; informirati se o bonitetu (BON 1 i 2) i tražiti osiguranje plaćanja

• Prema poslovnim partnerima odnositi se s poštovanjem, poštovati poslovne dogovore, što vodi do uzajamnosti i recipročnosti

• Bolje je ne prodati nego ne naplatiti

5.4.5. Preporuke zakonodavcima

Sudionici ovog istraživanja osobe su koje stečaj provode u svakodnevnoj praksi. S druge strane, u Hrvatskoj zakone prečesto predlažu, izmjenjuju i donose teoretičari čiji su zakoni u praksi teško provedivi. Jedna od intencija istraživanja bila je bolje povezati osobe koje zakon provode s osobama koje zakon donose, odnosno artikulirati glas prakse kao povratnu vezu u smislu davanja preporuka koje bi stečajni postupak unaprijedile kroz zakonodavni okvir.

Stoga istraživanje nudi i konkretne, kao i opće preporuke zakonodavcu implementacijom kojih bi, smatraju sudionici istraživanja, zakon postao dorađeniji i kvalitetniji.

1. konkretne preporuke zakonodavcu:

• Zadnjim izmjenama SZ-a svi rokovi za ispitivanje tražbina, održavanje ispitnog i izvještajnog ročišta, roka za prodaju imovine i dr. su u velikoj mjeri smanjeni, i to toliko da je u nekim složenijim slučajevima vrlo upitno da li stečajni upravitelj može kvalitetno obaviti svoj posao u ovim rokovima, a da pri tom ne povrijedi nečije pravo. Naime, ukoliko u početnoj fazi ne budu točno ispitane sve tražbine i ne vidi se pravo stanje o potraživanjima stečajnih vjerovnika i stanju imovine, upitno je da li će se na izvještajnom ročištu donijeti ispravne odluke za daljnji tijek stečajnog postupka u svrhu zaštite interesa i namirenja vjerovnika kao „ekonomskih vlasnika“ stečajnog dužnika (a što je osnovni cilj stečajnog postupka). Većina ljudi koja se bavi ovim poslom (uključujući i stečajne suce i predlagatelja zakona) smatra da su ovi rokovi previše skraćeni, i da ovo nije najsretnije rješenje

• Uvesti obvezu porezne uprave i banaka kod kojih se vode računi pravnih osoba da odmah nakon što se ostvare uvjeti za otvaranje stečaja pokrenu stečajne postupke, uz prijetnju prekršajnom (novčanom) sankcijom

• Uvesti obvezu dužnika da kod podnošenja prijedloga za pokretanje stečajnog postupka dostave potpuni pregled stanja u društvu, pregled tražbina i dugovanja, te imovine društva, kao i potvrdu banke o stanju na računu

• Ograničenje ovrhe u predviđenom trajanju stečajnog postupka

• Osiguranje minimalnog iznosa sredstava za troškove na početku stečajnog postupka

• Uvesti sudsku inspekciju predmeta stečajeva

• Propisati oštru kaznu za nepravovremeno pokretanje stečajnog postupka za direktore i vlasnike poduzeća

• Osloboditi stečajnog dužnika obveze da podnosi obvezno prijavu poreza na dobit, kao i završni račun, te ga osloboditi komunalne naknade za vrijeme trajanja stečaja

• Kod donošenja zakona bilo bi poželjno da se testiraju ciljevi koji se žele polučiti te učinak koji imaju na društva u stečaju, npr. Zakon o porezu na dohodak (NN 177/04), koji se primjenjuje od 01. 01. 2005. godine. Do izmjena, društva u stečaju nisu bila obveznici plaćanja poreza na dohodak, niti je bilo propisano razdoblje oporezivanja. Izmjenama tog zakona definicija obveznika plaćanja poreza na dohodak je izmijenjena a porezno razdoblje je određeno na godinu dana ili dio godine - čl. 29 Zakona o porezu na dobit. Društva u stečaju su posljednju poreznu prijavu bila dužna dostaviti za razdoblje koje je prethodilo otvaranju stečaja. Društva nad kojima je stečaj otvoren prije početka primjene novog Zakona imaju prekid kontinuiteta u obračunu osnovice poreza na dobit prema poreznim razdobljima koje je propisivao stari Zakon, odnosno koje propisuje novi Zakon. Novim zakonom se direktno oštećuju vjerovnici jer se na unovčenu imovinu koja bi trebala biti namijenjena za namirenje

obveza stečajnog dužnika plaća porez na dobit. Naime, stečaj se provodi radi skupnog namirenja vjerovnika (među kojima može biti i država), a ne zato da bi država naplatila porez

• U stečajnom zakonu kod unovčenja nekretnina na kojima postoji razlučno pravo na odgovarajući način se primjenjuju propisi o ovrsi kojima je uređena ovrha na nekretnini (čl. 164 SZ), ali nažalost nije navedeno na koje se konkretne odredbe ovršnog zakona to odnosi, što stvara probleme kod primjene

2. opće preporuke zakonodavcu:

• Stečajni zakon je vrlo loše i krajnje površno preveden s njemačkog jezika. Najgore je što je iz tog loše i površnog prijevoda netko izbacivao ono što 'nije primjereno našoj praksi' – napraviti bolji prijevod

• Najvažnije odredbe zakona treba pojasniti tako da nema dvojbi u interpretaciji

• Stečajni zakon najprije dosljedno primijeniti jer je dosad to bilo selektivno a izmijeniti barem dijelom one koji imaju monopol na predlaganje izmjena i novela stečajnog zakona.

• Voditi računa o sukobu interesa – predlagači zakona ne bi smjeli biti i članovi odvjetničkih timova banaka, ili na neki drugi način povezani s institucijama koje imaju vlastiti specifični interes u stečajnom postupku

Konačno, može se uočiti kako stečajni praktičari u Republici Hrvatskoj identificirali ključne poteškoće, ali i moguća rješenja primjenom kojih bi se stečajni sustav u Republici Hrvatskoj mogao bitno unaprijediti.

6. Izloženost trgovačkih društava istočne Hrvatske riziku stečaja

„Der Besitz macht uns nicht halb so glücklich, wie uns der Verlust unglücklich macht."

Posjed nas ne čini ni upola toliko sretnima kako nas gubitak čini nesretnima.

Jean Paul, njemački pisac (1763-1825)

Tijekom posljednjih 40 godina područje predviđanja poslovnih poteškoća, odnosno stečaja postalo je vrlo popularno. Prekretnicu je učinio Altman 1968. godine svojim Z-score modelom, te je inicirao lavinu istraživanja ranih znakova nadolazećih poslovnih poteškoća, tj. stečaja. Apliciraju se najmodernije matematičko-statističke tehnike, metode i alati kako bi širok spektar interesenata imao pravodobnu informaciju o eventualnim poteškoćama društva.

Imajući u vidu brojnost skupina koje su na određeni način zainteresirane za modele predviđanja poslovnih poteškoća, ne iznenađuje konstantan i stabilan interes za ranim uočavanjem nadolazećih problema. Altman i Hotckiss (2006.)[1] navode čak 14 grupa korisnika prognoza poslovnih poteškoća, od kojih se mogu istaći one važnije za hrvatsko akademsko i poslovno okruženje, a to su:

a) zajmodavci,
b) investitori,
c) regulatori,
d) revizori,
e) stečajni upravitelji,
f) odvjetnici i pravnici (stečajni suci, itd.),
g) rating–procjenitelji,
h) konzultanti,

[1] Prema Altman, Edward; Hotchkiss, Edith: **Corporate Financial Distress and Bankruptcy**, Wiley Finance, 2006., str. 281.

i) menadžeri zaokreta,
j) savjetnici za restrukturiranje,
k) vladine agencije, i
l) menadžeri (općenito).

Svi ovi interesenti su potencijalni korisnici modela poslovnih poteškoća, te im i ovaj rad nastoji dati svoj doprinos na području njihova djelovanja.

Povrh navedenoga, s ciljem unaprjeđenja lokalnog, odnosno regionalnog poduzetništva, analitike, i regionalnog razvoja općenito, korišten je uzorak trgovačkih društava[2] sa sjedištem u istočnoj Hrvatskoj, jer je upravo ovo područje podnijelo najveći teret posvema centraliziranog razvoja Republike Hrvatske.

6.1. Prethodna istraživanja

Istraživanja i predviđanja poslovnih poteškoća, odnosno stečaja popularna su i u akademskom i u poslovnim svijetu. Svaki dan vjerovnici diljem svijeta pozajmljuju ogromne količine financijskih sredstava, a svakom racionalnom pozajmljivanju prethodi analiza kreditne sposobnosti, odnosno predviđanje budućeg poslovanja dužnika. Akademski svijet nastoji poslovnom okruženju pružiti kvalitetne alate prosudbe trenutne financijske pozicije i predviđanje budućeg stanja potencijalnih dužnika. Poslovni svijet, s druge strane, stvara informacijsku potražnju i izvor je financijske ponude za ovakvim istraživanjima, te postoji isprepletenost interesa i korisnika ovakvih studija. Razvijena je vrlo profitabilna[3] djelatnost raznih vrsta savjetnika, procjenitelja, konzultanata, kreditnih i rating agencija, te drugih organizacija koje svakodnevno prikupljaju najrazličitije podatke koje obrađuju i nude ih na tržištu.

[2] Premda u pravnom smislu oni imaju različito značenje u ovom radu termini "trgovačko društvo" i "poduzeće" koriste se kao sinonimi, premda u užem pravnom tumačenju oni imaju različito značenje, i to stoga jer je to sasvim uobičajeno u praksi.

[3] U stečaja Enrona na usluge savjetnika potrošeno je oko jedne **milijarde** dolara! (Izvor: Altman, Edward; Hotchkiss, Edith: **Corporate Financial Distress and Bankruptcy**, Wiley Finance, 2006, str. 93)

Ključni korak (premda ne i prvi, o čemu će biti više u 6.1.1.) na ovom području učinio je Altman 1968. godine, formiravši jednostavan, praktično primjenjiv, i koristan model klasifikacije društava u grupu kandidata za stečaj, i u grupu 'zdravih' poduzeća[4]. Nakon ovog rada može se promatrati mnoštvo drugih istraživanja koja više ili manje repliciraju Altmanov model; uglavnom se radi o nekoj vrsti klasifikacije (ili rangiranja) trgovačkih društava, i to koristeći više ili manje složene metode i modele, uz najčešće ulazne podatke u obliku financijskih omjera (pokazatelja).

Nakon uvođenja bankarskih standarda Basela II tzv. *credit scoring* modeli postali su obvezni, što je dovelo do daljnje popularizacije i povećanja značaja predviđanja poslovnih poteškoća. Budući svaka banka mora procjenjivati rizik i kvantificirati gubitak u slučaju stečaja (eng. LGD – *loss given default*) proširila se uporaba raznih metoda i modela predviđanja stečaja. Popularni modeli u SAD-u su (među ostalim) Moody-jev *RiskCalc*, CreditSight-ov *BondScore*, Kamakura pristup, KMV pristup, i Altmanov *ZETA credit scoring*.

U ovom radu spomenuti su pojedini relevantniji radovi, akcentuirajući one čiji su istraživači koristili metode koje se primjenjuju i u ovom radu. Opis svih modela, metoda, i članaka zahtijevao bi iznimno velik prostor, no jedan od ciljeva ovog rada nije prezentacija povijesnog razvoja modela predviđanja poslovnih poteškoća, nego opći prikaz širokog opsega doprinosa ekonomskih znanosti na području istraživanja stečaja.

Stoga se interesenti za pojedine specifične modele i metode mogu uputiti na opći pregled studija poslovnih poteškoća kod Balcaen i Ooghe (2004.)[5] što može predstavljati dobar uvod u istraživanja poslovnih poteškoća.

[4] Doduše, u Z-score modelu postoji i treća, „siva“ grupa, u koju se svrstavaju društva za koje se ne može egzaktno reći jesu li kandidati za stečaj ili nisu. Više o ovome u tekstu koji slijedi.

[5] Balcaen, Sofie; Ooghe, Hubert; **35 years of studies on business failure: an overview of the classic statistical methodologies and their related problems**, The British Accounting Review, 38 / 2006, str. 63–93

6.1.1. Začetci predviđanja stečaja korištenjem financijskih omjera

Istraživanja stečaja najčešće se temelje na financijskim omjerima. Princip financijskih omjera je vrlo jednostavan: dvije (ili više) stavki iz različitih izvješća stave se u međusobni odnos. Ovaj odnos se potom uspoređuje ili sa samim sobom u prošlosti (povijesna analiza), ili sa istovrsnim omjerima kod drugih sličnih poduzeća. No, ne postoji teorija koja bi poduprla omjere, kao što ne postoje ni standardni načini izračuna omjera, pa se mnogi omjeri računaju na različite načine iako nose isto ime (npr. profitna marža – u nazivniku mogu stajati ukupni prihodi, ali i prihodi iz osnovne djelatnosti, a i brojnik može varirati).

Mane omjera su evidentne, a uočio ih je Gilman još 1925. godine[6]:

1. promjene omjera kroz vrijeme ne mogu se ispravno interpretirati jer i brojnik i nazivnik mogu varirati,
2. omjeri su "umjetne" mjere,
3. odvlače pažnju analitičara od sveobuhvatnog pogleda na poduzeće, i
4. pouzdanost omjera kao indikatora bitno varira među pojedinim omjerima.

Lev i Sunder (1979.)[7] također su upozorili na metodološke pretpostavke u analizi omjera, te navode kako „(…) gotovo sve pretpostavke koje se moraju uzeti u obzir pri valjanoj analizi omjera će vrlo vjerojatno biti prekršene u praksi“[8].

No, unatoč svim kritikama omjeri kao temelj financijske analize opstali su već duže od 100 godina, a McDonald i Morris uočavaju jedan od najvažnijih razloga: "Analiza omjera je popularna ne zbog svoje strukturne vrijednosti nego zbog prikladnosti."[9]

Dakle, praktičnost primjene omjera nadoknađuje sve njihove nedostatke i mane, a upravo se praktičnost i korisnost traži na tržištu, a ne rigidne teorije i pretpostavke koje se u praksi ne mogu ispuniti.

---

[6] Gilman, S.; **Analyzing financial statements**, The Ronald Press Company, 1925., str. 111-112

[7] Lev, Baruch; Sunder, Shyam; **Methodological Issues in the Use of Financial Ratios**, Journal of Accounting & Economics, Vol. 1 Issue 3, 1979

[8] Lev, Baruch; Sunder, Shyam; **Methodological Issues in the Use of Financial Ratios**, Journal of Accounting & Economics, Vol. 1 Issue 3, 1979, str. 187

[9] McDonald, Bill; Morris, Michael H.; **The Statistical Validity Of The Ratio Method In Financial Analysis**, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 11 Issue 1, Spring 1984, str. 89

Kao takvi, omjeri su temeljna osnova analize i predviđanja stečaja, odnosno poslovnih poteškoća. U ranim 1930-tim godinama učinjene su prve studije efikasnosti omjera u predviđanju poslovnih poteškoća. Mogu se spomenuti slijedeći autori:

- Smith i Winakor (1930.[10] i 1935.[11]) analizirali su desetogodišnji trend aritmetičkih sredina dvadeset i jednog omjera, no ne analiziraju grupu poduzeća bez problema kao protutežu;
- Fitzpatrick (1931.)[12] je promatrao tri do pet godina unazad trendove trinaest omjera za 20 poduzeća sa poslovnim poteškoćama, a potom ih je usporedio sa devetnaest poduzeća bez teškoća (1932.) [13];
- Ramser i Foster (1931.)[14] analizirali su jedanaest omjera iz 173 poduzeća s ciljem predviđanja poslovnih poteškoća;
- Merwin (1942.)[15] je objavio prvu rafiniranu i usavršenu studiju predviđanja poslovnih poteškoća uporabom omjera, a Horrigan za Merwina navodi: „Do Beaverovog istraživanja započetog 1965. god. ovo je bila unatoč godinama najbolja studija sposobnosti predviđanja poslovnih poteškoća korištenjem financijskih omjera, i čiji su rezultati još uvijek uvjerljivi.“[16];
- Beaver (1966.)[17] objavljuje rad u kojem se po prvi put koristi znanstvena metodologija u proučavanju omjera u svrhu predviđanja stečaja.

[10] Smith, Raymond F.; Winakor, Arthur H.; **A Test Analysis of Unsuccessful Industrial Companies**, Bulletin No.31, Urbana, University of Illinois, Bureau of Business research, 1930.

[11] Smith, Raymond F.; Winakor, Arthur H.; **Changes in the Financial Structure of Unsuccessful Industrial Corporations**, Bulletin No.51, Urbana, University of Illinois, Bureau of Business research, 1935.

[12] Fitzpatrick, Paul J.; **Symptoms of Industrial Failures**, Catholic Universita of America Press, 1931.

[13] Fitzpatrick, Paul J.; **A Comparison of the Ratios of Succesful Industrial Enterprises with Those of Failed Companies**, The Accountants Publishing Company, 1932.

[14] Ramser, J.R.; Foster, Louis O.; **A Demonstration of Ratio Analysis**, Bulletin No.40, Urbana, University of Illinois, Bureau of Business research, 1931.

[15] Merwin, Charles L.; **Financing Small Corporations in Five Manufacturing Industries in 1926-1936**, National Bureau of Economic Research, 1942.

[16] Horrigan, James; **Some Empirical Bases of Financial Ratio Analysis**, Accounting Review, July 1965., Vol. 40 Issue 3, str. 567

[17] Beaver, William H.; **Financial Ratios as Predictors of Failure**, Journal of Accounting Research, Vol. 4 Issue 3, 1966. Supplement, str. 71

Dakle, Beaver (1966.)[18] godine objavljuje prvi suvremeni znanstveni rad o predviđanju poslovnih poteškoća uporabom omjera, i to kao nastavak istraživanja započetog svojom doktorskom disertacijom. Promatrao je desetogodišnje razdoblje (1954-1964) za 30 omjera u 79 poduzeća koja su bila stratificirana po djelatnosti i veličini imovine. Za svako izabrano poduzeće izabran je par - tvrtka bez problema iste djelatnosti i podjednake veličine imovine. U dijelu naslovljenom 'Prijedlozi za buduća istraživanja' Beaver ističe kako je koristio jednostruku analizu, te predlaže višestruku analizu. Altman je, očito, prihvatio prijedlog i dvije godine kasnije objavio Z-score model.

6.1.2. Altmanov Z-score model

Altmanovim radom (1968.)[19] počinje suvremena povijest modela predviđanja poslovnih poteškoća. Nakon objave dolazi do iznimne popularizacije ovog područja i velik se broj istraživača počinje baviti poslovnim poteškoćama.

Kao i Beaver prije njega, Altman je koristio parove poduzeća, za svako društvo u stečaju tražio je slično društvo (njegov par) koje nije u poteškoćama. Koristio je uzorak od 33 tvrtki u stečaju i onih koja to nisu: dakle ukupno 66 poduzeća. No, ovako formiran uzorak pretpostavlja nerealno visoku proporciju brojnosti slučajeva stečaja (na svako 'zdravo' društvo po jedno u stečaju). Ova nereprezentativnost uzorka spram populacije stvara tendenciju prenaglašavanja slučajeva poslovnih poteškoća koje bi mogle završiti stečajem.

Poduzeća su stratificirana po djelatnosti i po veličini, te je izabrana inicijalna grupa od 21 omjera, između kojih se izbor suzio na konačnih pet. Omjeri su izabrani na temelju popularnosti u literaturi i očekivane relevantnosti u studiji, a Altman je pridodao i nekoliko vlastitih omjera.

Konačna diskriminacijska funkcija uključuje pet omjera i dana je u slijedećem izrazu:

$\mathbf{Z = 1{,}21X_1 + 1{,}4X_2 + 3{,}3X_3 + 0{,}6X_4 + 1{,}0X_5}$, gdje je

[18] Beaver, William H.; **Financial Ratios as Predictors of Failure**, Journal of Accounting Research, Vol. 4 Issue 3, 1966. Supplement, str. 71

[19] Altman, Edward: **Financial ratios, Discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy**, The Journal of Finance, Vol XXIII, No. 4, Sept 1968., str. 589

Z = ukupni indeks,

X_1 = radni kapital / ukupna imovina,

X_2 = zadržana dobit / ukupna imovina,

X_3 = dobit prije kamata i poreza / ukupna imovina,

X_4 = tržišna vrijednost imovine / ukupni dug, i

X_5 = prodaja / ukupna imovina.

Ukupni indeks Z ima ključne vrijednosti od 1,81 i 2,67: vrijednosti ispod donje granice označavaju da je društvo u poteškoćama, a vrijednosti iznad gornje granice da je društvo trenutno 'zdravo'. Otvoreni skup od 1,81 do 2,67 čini zonu neodređenosti, gdje se ne može sa sigurnošću govoriti o financijsko-poslovnom stanju poduzeća.

Ukupna točnost modela za podatke iz jedne godine prije stečaja iznosila je 95%, gdje je pogreška Tipa I iznosila 6%, a pogreška Tipa II 3%. Podaci za dvije godine prije stečaja pokazuju točnost modela od 83%, uz pogrešku Tipa I od 28% i pogrešku Tipa II od 6%.

Što s primjene u hrvatskom okruženju tiče, kod osnovnog Z-score modela postoji problem a on se odnosi na poduzeća koja ne kotiraju na tržištu, te se zbog toga njih ne može izračunati omjer X_4. Umjesto unošenja nasumične vrijednosti Altman predlaže korigirani Z'-score model, u kojem omjer X_4 postaje omjer neto knjigovodstvene vrijednosti tvrtke i ukupnog zaduženja.

Ovaj korigirani model je dan u izrazu:

$$\mathbf{Z' = 0{,}717X_1 + 0{,}847X_2 + 3{,}107X_3 + 0{,}420X_4 + 0{,}998X_5}$$

Zona neodređenosti je nešto povećana i granice su joj od 1,23 do 2,9. Ovo ukazuje (kako i sam autor kaže) na manju, ali još uvijek dovoljnu pouzdanost modela.

Druga korekcija odnosi se na već navedeni problem utjecaja grane djelatnosti poduzeća, a koja u Altmanovom modelu najveći utjecaj ima na varijablu X_5, odnosno na obrtaj imovine. Isključenjem ove varijable i zadržavanjem prethodnog oblika varijable X_4 (dakle knjigovodstvena neto vrijednost tvrtke / uk. zaduženje) model dobiva slijedeći izraz:

$$\mathbf{Z'' = 3{,}25 + 6{,}56X_1 + 3{,}26X_2 + 6{,}72X_3 + 1{,}05X_4}$$, pri čemu su granice neodređenosti od 1,10 do 2,60.

Altman, Haldeman i Narayanan (1977.)[20] učinili su bitna unaprjeđenja Z-score modela, te su objavili su ZETA™ analizu. Postigli su 70-postotnu točnost u predviđanju stečaja pet godina prije nastupanja istog, te 90-postotnu točnost u razdoblju jedne godine prije stečaja. U usporedbi s Z-score modelom ZETA[21] model pokazuje znatno veću točnost predviđanja stečaja dvije do pet godina prije nastupanja istoga, dok se točnost predviđanja u vrijeme jedne godine prije stečaja gotovo podudara u oba modela. Također, interval pogreške odnosno zona neodređenosti je kod ZETA modela znatno manja, a granice su od -1,45 do 0,87.

Pri izradi ZETA modela uzorak se sastojao od 53 poduzeća u stečaju, te 58 redovito poslujućih poduzeća. Specifičnost ovog modela jest u tome što su u uzorak bila uključena i poduzeća iz djelatnosti maloprodaje, što u prethodnim modelima nije bio slučaj. Korištena je metoda višestruke diskriminacijske analize, i izveden je model sa sedam slijedećih varijabli:

- $\mathbf{X_1}$ – **prinos na imovinu** – mjeren kao omjer dobiti prije poreza i kamata, i ukupne imovine;
- $\mathbf{X_2}$ – **stabilnost prinosa** – mjerena je normaliziranom standardnom greškom procjene desetogodišnjeg trenda kretanja varijable X_1;
- $\mathbf{X_3}$ – **servisiranje duga** – mjereno je logaritmiranim omjerom pokrića kamata, tj. EBIT / ukupni izdaci za kamate;
- $\mathbf{X_4}$ – **kumulativna profitabilnost** – mjerena je omjerom zadržane dobiti i ukupne imovine, te sadržava informaciju o starosti poduzeća, politici isplate dividendi, kao i profitabilnost tvrtke kroz vrijeme;
- $\mathbf{X_5}$ – **likvidnost** – mjerena je poznatim tekućim omjerom (kratkotrajna imovina/ kratkoročne obveze);
- $\mathbf{X_6}$ – **kapitalizacija** – mjerena omjerom temeljnog i ukupnog kapitala. U brojniku i u nazivniku temeljni je kapital mjeren prosjekom petogodišnje tržišne vrijednosti (dakle ne knjigovodstvene). Nazivnik uključuje i povlaštene dionice po likvidacijskoj vrijednosti, dugoročna dugovanja i kapitalizirane najmove. Korišten je petogodišnji prosjek kako bi se izgladile moguće privremene tržišne oscilacije, te kako bi se dodala (uz X_2) komponenta trenda;
- **X7 – veličina** – mjerena ukupnom materijalnom imovinom tvrtke.

[20] Altman, Edward,; Haldeman, Robert; Narayanan, P.; **ZETA™ Analysis**, Journal of Banking & Finance; June 1977., Vol. 1, Issue 1, str. 29

[21] Računski izraz diskriminacijske funkcije ZETA modela zaštićen je autorskim pravom i nije javno dostupan.

6.1.3. Logit modeli

Ohlson (1980.)[22] se svojim se istraživanjem pokušao udaljiti od tehnika koje su do tada bile uobičajene pri analizi mogućnosti nastupanja stečaja, i to kako bi izbjegao statističko-metodološke probleme koji se pojavljuju pri uporabi višestruke diskriminacijske analize koju koristi Altman i ostali.

Neki od problema primjene višestruke diskriminacijske analize su:

- Postoje relativno zahtjevne statističke pretpostavke za korištenje diskriminacijske analize (npr. matrice varijanci i kovarijanci varijabli morale bi biti jednake za obje grupe).
- Izlazna vrijednost diskriminacijske analize je broj koji ima vrlo usku intuitivnu interpretaciju, jer je on u biti alat za ordinalno rangiranje, odnosno diskriminaciju. Sam broj nema inherentnu vrijednost, i nema direktne interpretacije.
- Postoje problemi s procedurama uparivanja poduzeća sa i bez problema, a koje se uobičajeno koriste u višestrukoj diskriminacijskoj analizi. Poduzeća koja su završila u stečaju i ona koja to nisu slažu se (uparuju) prema kriterijima kao što su veličina i grana djelatnosti, no ovi kriteriji počesto znaju biti arbitrarni. Nije očito što se postiže i/ili gubi različitim tehnikama uparivanja. Plodnijim se čini uključiti dodatnu varijablu nego koristiti iste podatke u svrhu uparivanja.

Ohlson je odlučio koristiti logit model, odnosno logističku regresiju - analizu koja nastoji otkloniti prethodno navedene probleme. Kod logit modela postavlja se slijedeće pitanje: ako je poznato da poduzeće pripada određenoj grupi, koja je vjerojatnost da navedeno poduzeće ode u stečaj u određenom vremenskom periodu? Pri tom se ne moraju pretpostavljati prethodne vjerojatnosti pripadnosti pojedinoj grupi.

U Ohlsonovoj analizi prikupljeni su podaci za 105 poduzeća koja su završila u stečaju u razdoblju od 1970. do 1976., te je odabrano 2058 poduzeća koja nisu skončala stečajem (udio poduzeća u stečaju u uzorku iznosi 5,1%), i konačno je izabrano 9 omjera po ključu učestalosti u tada postojećoj literaturi.

Krivo je klasificirano 17,4% poduzeća u grupu poduzeća koja su završila u stečaju, dok je 12,4% poduzeća u stečaju svrstano u grupu bez problema. Koristeći višestruku

[22] Ohlson, R.; **Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy**, Journal of Accounting Research, Vol. 18., No. 1., Spring 1980., str.109.

diskriminacijsku analizu Ohlson je dobio nešto lošije rezultate, tj. veću mjeru pogreške, no navodi: „Generalno govoreći, pretpostavljamo kako bi rezultati gotovo svih 'razumnih' tehnika bili vrlo slični.“[23]

Umjesto standardnog logit modela Jones i Hensher (2004.)[24] predložili su uvođenje mješovitog logit modela. Jones i Hensher navode kako se kod istraživanja poslovnih poteškoća ne uzimaju u obzir bitna metodološka unaprjeđenja učinjena na području društvenih znanosti u posljednjih 15 godina. Naime, ova unaprjeđenja dopuštaju odstupanja od rigidnih pretpostavki međusobno nezavisnih i identičnih distribucija pogrešaka kod kreiranja modela s višestrukim mogućim ishodima, te za razliku od standardnog logit modela mješoviti logit model dopušta i promatranu i nepromatranu heterogenost.

Mješoviti logit model temelji se na teoriji diskretnih izbora (eng. *discrete choice theory*) koja nastoji bolje razumjeti ponašanje osobe u trenutku kada ta osoba treba izabrati između dvije ili više opcija, a to ponašanje je dijelom uvjetovano određenim djelovanjima poduzeća, tržišta, ili organa vlasti. Teorija diskretnih izbora izvire iz mikroekonomske teorije ponašanja potrošača, i bilo je potrebno dosta vremena za razvoj ekonometrijskih tehnika koje bi modelirale heterogenost ponašanja potrošača.

Najvažnije unaprjeđenje u primjeni mješovitog logit modela nasuprot standardnom logit modelu jest u tome što mješoviti logit model uključuje dodatne parametre koji objašnjavaju promatranu i nepromatranu heterogenost između različitih poduzeća, ali i unutar jednog poduzeća. U mješovitom logit modelu vjerojatnost stečaja nekog poduzeća određena je utjecajem zavisnih varijabli sa fiksnim procjenama parametara unutar uzorka i nasumičnih parametara, pri čemu se ponder nasumičnih parametara temelji na distribuciji parametara individualnih poduzeća u uzorku.

Nasuprot mješovitom, u standardnom logit modelu vjerojatnost stečaja nekog poduzeća je ponderirana funkcija fiksnih parametara (sukladno pretpostavkama), a sve ostale informacije koje nisu sadržane u parametrima pripisane su pogrešci. Fiksni parametar tretira standardnu devijaciju kao ništicu, tako da su sve informacije obuhvaćene aritmetičkom

[23] Ohlson, R.; **Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy**, Journal of Accounting Research, Vol. 18., No. 1, Spring 1980, str. 129.

[24] Jones, Stewart; Hensher, David A..; **Predicting Firm Financial Distress: A Mixed Logit Model**, Accounting Review, Vol. 79, Issue 4, 2004., str. 1011-1038

sredinom. Parametar za jedan financijski omjer izračunat je iz uzorka svih poduzeća i čini prosječni efekt uzorka, te stoga on ne predstavlja parametar individualnog poduzeća.

Dakle, u standardnom logit modelu poduzeće *q* u trenutku *t* ima nekoliko[25] alternativnih mogućih ishoda poslovanja *i*, te se ono fokusira na poslovne strategije koje će rezultirati najvećim mogućim uspjehom. Opći izraz u tom slučaju je:

$\boldsymbol{U_{itq} = \beta_q X_{itq} + e_{itq}}$, pri čemu je [1]

U_{itq} – jedan od mogućih ishoda,

X_{itq} – vektor objašnjavajućih (nezavisnih) varijabli koje analitičar promatra, i to iz bilo kojeg izvora, i koji uključuje karakteristična svojstva alternativnih ishoda, značajke poduzeća i opis poslovnog konteksta u trenutku *t*, i

β_q i e_{itq} – stohastični utjecaji koje analitičar ne promatra.

Nezavisne varijable mogu se promatrati kao izvori varijanci koji doprinose objašnjavanju određenog ishoda, a za određeno poduzeće *q* u trenutku *t* to znači da varijanca ima određeni potencijal opisan koeficijentom β i određenom karakteristikom *X*, i nepromatranim efektom *e*. Opći se izraz tada može proširiti i pretpostaviti kako postoje npr. tri izvora varijance uz tri karakteristike (uz izbacivanje indeksa *t* i *q* radi preglednosti):

$\boldsymbol{U_i = (\beta_{01} X_{01} + \beta_{u1} X_{u1}) + (\beta_{02} X_{02} + \beta_{u2} X_{u2}) + (\beta_{03} X_{03} + \beta_{u3} X_{u3}) + e_i}$, pri čemu [2]

0 – označava promatran izvor varijance, a

u – označava nepromatran izvor varijance.

Svaka karakteristika je sada predstavljena grupom promatranih i nepromatranih utjecaja, a povrh toga svaka karakteristika može se izraziti kao funkcija nekog drugog utjecaja, te se izraz može proširivati kako bi obuhvatio više parametara, odnosno više izvora varijance.

Najrestriktivnija, odnosno najjednostavnija verzija jednadžbe obuhvatila bi sve nepromatrane izvore varijance, te se tada može pisati:

$\boldsymbol{U_i = \beta_{01} X_{01} + \beta_{02} X_{02} + \beta_{03} X_{03} + (\beta_{u1} X_{u1} + \beta_{u2} X_{u2} + \beta_{u3} X_{u3} + e_i)}$. [3]

[25] Najčešće dva: stečaj, ili nastavak redovnog poslovanja, premda se može uključiti treći ishod – restrukturiranje u stečaju, pa i četvrti – prodaja dužnika kao cjeline.

Ako dodatno skratimo sve nepromatrane utjecaje u jednu nepoznanicu, uz pretpostavku kako se nepromatrani efekti nikako ne mogu sustavno povezati s promatranim efektima, tada stoji:

$$\boldsymbol{U_i = \beta_{01} X_{01} + \beta_{02} X_{02} + \beta_{03} X_{03} + e_i} . \qquad [4]$$

Uz pretpostavku kako nepromatrani utjecaji imaju istu distribuciju i kako su nezavisni s obzirom na različite alternativne ishode može se maknuti indeks *i* vezan uz *e*, i tada se dobiva klasični funkcionalni oblik standardnog logit modela. Na prikazani način klasični logit model restriktivno ograničava mogućnost šireg opsega mogućih izvora utjecaja na ishod, te svodi jednadžbu [2] na jednadžbu [4].

Preduvjet standardnog logit modela jest da je greška e_{itq} nezavisna i identično distribuirana, i ne dopušta koreliranost grešaka između različitih ishoda. Mješoviti logit model to rješava na način da grešku dijeli na dvije nekorelirane komponente; prvu koja je heteroskedastična i korelirana s greškama drugih alternativnih ishoda (η), i drugu koja je nezavisna i identično distribuirana (ε), te tada iz jednadžbe [1] slijedi:

$$\boldsymbol{U_{itq} = \beta_q X_{itq} + (\eta_{itq} + \varepsilon_{itq})} . \qquad [5]$$

Mješoviti logit model upravo se i zove 'mješoviti' zbog funkcije koja određuje distribuciju η i ε, a kako se ovdje kombiniraju greške koje imaju različite vrste distribucija rezultat je složena funkcija distribucije. Stoga su i rezultati dobiveni korištenjem mješovitog logit modela koje prezentiraju Jones i Hensher (2004.) znatno kompleksniji i bitno manje intuitivni i objašnjivi, a direktna interpretacija nije moguća[26].

Uzevši u obzir specifičnosti hrvatskog okruženja, osobito zbog činjenica opisanih u 6.1.9., odlučeno je kako će u ovom radu biti primijenjen standardni logit model.

[26] Jones, Stewart; Hensher, David A..; **Predicting Firm Financial Distress: A Mixed Logit Model**, Accounting Review, Vol. 79, Issue 4, 2004., str. 1026.

6.1.4. Metoda višedimenzionalnih skala

Metoda višedimenzionalnih skala (nadalje: MDS) popularna je metoda društvenih znanosti, osobito sociologije i psihologije. U analizi poduzeća suočenih s poslovnim poteškoćama MDS su primijenili Mar-Molinero i Serrano-Cinca (2001.)[27]. Relativno je jednostavna i intuitivna u tumačenju, te postavlja niske zahtjeve kod ulaznih podataka.

Snaga MDS-a leži u sposobnosti geometrijskog reprezentiranja unutarnje strukture podataka u grafičkom kontekstu Euklidskog prostora niske dimenzionalnosti, čime omogućava način interpretacije objekta istraživanja blizak ljudskoj percepciji koja se primarno temelji vidu, a karta objekata u prostoru jednostavnije i intuitivnije se percipira nego niz brojeva u tablici. MDS nastoji aranžirati ulazne informacije na način da razlike među njima predstavljaju udaljenosti u višedimenzionalnom prostoru. Tako se odnosi među objektima istraživanja mogu objasniti dimenzijama prostora kojima su reprezentirani.

Također, o objektu istraživanja a priori se ne mora znati gotovo ništa; dovoljno je imati relevantne podatke, a ovo je osobito korisno u studijama poslovnih poteškoća kada se ne mora a priori znati pripada li trgovačko društvo grupi poduzeća u stečaju ili onih koji nisu u stečaju.

Računski promatrano, MDS nema egzaktnu proceduru nego iterativno pronalazi konfiguraciju točaka u višedimenzionalnom prostoru koja najbolje aproksimira promatrane udaljenosti (tj. sličnosti/razlike). Koristi se, dakle, algoritam funkcije minimizacije koji premješta objekte u prostoru definiranom određenim brojem dimenzija, te uspoređuje na svakom koraku koliko dobro udaljenosti među točkama predstavljaju sličnosti/razlike u ulaznim podacima. Na svakom koraku uspoređuje se stanje s prethodnim iteracijama, a proces završava kada je pronađena konfiguracija koja je minimizirala nepodudaranje pronađene konfiguracije točaka u prostoru sa stvarnim, promatranim udaljenostima među podacima.

[27] Mar-Molinero, Cecilio; Serrano-Cinca, Carlos; **Bank failure: a multidimensional scaling approach**, European Journal of Finance, Vol. 7 Issue 2, 2001, str. 165

6.1.5. Dinamični modeli

Uobičajeno je raditi predviđanje poslovnih poteškoća na temelju podataka iz razdoblja n za razdoblje $n + 1$, te potom testirati snagu modela na nekom od razdoblja $n - t$. Na ovaj način se temeljem podataka iz jednog razdoblja formira model na kojem se testiraju podaci iz nekog drugog, ranijeg razdoblja. No, karakteristike poduzeća mijenjaju se kroz vrijeme, a također postoje i eksterne varijable vezane uz opće stanje na tržištu.

Shumway (2001.)[28] je svojim modelom opasnosti (eng. *hazard model*) nastojao inkorporirati i vremensku dimenziju u predviđanje stečajeva. Zavisna varijabla u Shumway-evom modelu opasnosti je vrijeme koje je poduzeće provelo u grupi 'zdravih' trgovačkih društava. Rizik stečaja mijenja se s vremenom, te je 'zdravlje' poduzeća funkcija posljednjih financijskih rezultata i starosti društva. S druge strane, klasični modeli predviđanja (npr. Z-score) ne mijenjaju se s vremenom.

Postoji nekoliko prednosti dinamičnih modela. Oni uzimaju u obzir duljinu razdoblja u kojem je u poduzeću postojao rizik stečaja (neka poduzeća odu u stečaj nakon dugog razdoblja krize, a druga nakon kratkog). Osim toga, postoje zavisne varijable koje su u određenom razdoblju važnije, odnosno zavisne varijable koje se mijenjaju kroz vrijeme. Ako poduzeće postupno propada tada se to može uočiti u dinamičnom modelu, a mogu se inkorporirati i makroekonomske varijable koje su jednake za sva poduzeća u određenom trenutku. Uza sve navedeno, dinamični modeli koriste i više podataka, te bi stoga trebali biti i pouzdaniji. Shumway-ev model opasnosti je u biti binarni logit model koji koristi svaku godinu kao zasebno opažanje. Kako poduzeća u uzorku imaju podatke za prosječno 10 godina poslovanja, otprilike 10 puta više podataka postoji za formiranje modela, što rezultira preciznijim procjenama i boljim predviđanjima.

Koristeći varijable koje sadržavaju tržišnu komponentu (tržišna vrijednost, povijesni prinosi na dionice, ekstremne standardne devijacije prinosa na dionice) Shumway je formirao model koji klasificira 75% poduzeća u stečaju u najviši decil (vršnih 10%) poduzeća rangiranih prema vjerojatnosti stečaja.

[28] Shumway, Tyler; **Forecasting Bankruptcy More Accurately: A Simple Hazard Model**, Journal of Business; Vol. 74 Issue 1, 2001, str. 101 - 125

Temeljno ograničenje za primjenu dinamičnih modela u Hrvatskoj jest nepristupačnost podataka, no kada se ustroji baza financijskih izvješća koja će biti dostupna istraživačima (po razumnoj cijeni) bilo bi i interesantno i korisno formirati dinamične modele predviđanja poslovnih poteškoća.

6.1.6. Post-stečajni scenariji

Diskriminacijska analiza može se učiniti i u post-stečajnom scenariju. Uobičajeno je učiniti diskriminacijsku analizu između društava u stečaju i 'zdravih' trgovačkih društava, no može se formirati i post-stečajni diskriminacijski model u kojem se nastoje separirati grupe tvrtki koje su nakon stečaja opstale (restrukturiranjem u stečaju), i koje su u stečaju likvidirane.

Casey et al. (1986.)[29] kreirali su šest nezavisnih varijabli koje su pretpostavili dobrim prediktorima uspjeha ili neuspjeha restrukturiranja u stečaju. Ove su varijable formirane prema teoretskom modelu kojeg je predložila White (1984.)[30], u kojem White tvrdi kako se uspješno reorganiziraju trgovačka društva koja:

a) imaju više slobodne imovine, neblokirane teretima, koja se stoga može koristiti kao kolateral u novom zaduženju,
b) su veća, jer velika društva lakše dolaze do financijskih sredstava,
c) imaju bolje izglede za ostvarenje budućih prihoda, jer su budući prihodi temeljni izvor servisiranja dugova i financiranja izlaska iz stečajne krize,
d) imaju menadžment kojemu je prioritetna predanost interesima vlasnika, odnosno menadžment koji je vezan uz imovinu društva. Budući se prijašnji vlasnici u likvidaciji eliminiraju, oni najčešće preferiraju restrukturiranje a ne likvidaciju. Menadžeri su zastupnici vlasnika, a ukoliko su vezani i uz imovinu društva (menadžerskim ugovorima koji npr. reguliraju isplatu plaće dijelom i u dionicama ili opcijama na dionice društva, i sl.), te su i sami dijelom vlasnici društva kojim

[29] Casey, Cornelius; McGee, Victor; Stickney, Clyde; **Discriminating Between Reorganized and Liquidated Firms in Bankruptcy**, Accounting Review, Vol. 61 Issue 2, April 1986, str. 249-262

[30] White, M.; **Bankruptcy Liquidation and Reorganization**, Handbook of Modern Finance, poglavlje 35, Dennis Logue, ur., Warren, Gorham & Lamont, 1984.

upravljaju, imat će snažan interes za restrukturiranjem, odnosno opstankom društva, jer će u likvidaciji izgubiti *i* posao *i* vlasničke udjele.

Kao varijable koje aproksimiraju prethodno navedene faktore koji determiniraju uspješnost restrukturiranja u stečaju Casey et al. su odabrali:

1. postotak slobodne imovine, kao nekolateralizirana materijalna imovina podijeljena s ukupnom materijalnom imovinom,
2. ukupnu imovinu, kao odrednicu veličine društva,
3. promjenu u veličini ukupne imovine tijekom tri godine prije otvaranja stečaja,
4. omjer neto dobiti i ukupne imovine, kao determinantu očekivanih budućih prihoda,
5. omjer zadržane dobiti i ukupne imovine, također kao determinantu očekivanih budućih prihoda,
6. postotak opcija na dionice, kao broj dionica koje se mogu izdati iz postojećih opcija podijeljen s ukupnim brojem dionica, kao odrednica predanosti menadžmenta interesima vlasnika.

Koristeći probit model tri varijable su se pokazale signifikantnima: promjena u ukupnoj imovini, omjer zadržane dobiti i ukupne imovine, i postotak slobodne imovine, s tim da posljednje dvije varijable najsnažnije doprinose diskriminaciji. Na cijelom uzorku postignuta je točnost klasifikacije od 70,8%.

No, i u post-stečajnom scenariju osim varijabli temeljenih na računovodstvenim podacima mogu se koristiti i ne-računovodstvene varijable. Barniv, Agarwal, i Leach (2002.)[31] primjenjuju logističku regresiju na ukupno deset nezavisnih varijabli, i to pet financijsko-računovodstvenih, i pet ne-računovodstvenih, dok je zavisna varijabla ishod stečaja koji može biti trojak: 0 = kupnja dužnika kao cjeline, 1 = restrukturiranje u stečaju, i 2 = likvidacija.

Računovodstvene varijable su:

1. omjer neto dobiti i ukupne prodaje,

[31] Barniv, Ran; Agarwal, Anurag; Leach, Robert; **Predicting Bankruptcy Resolution**, Journal of Business Finance & Accounting, Volume 29, Issue 3&4, 2002., str. 497-520

2. omjer ukupne imovine i BDP deflatora, kao mjera veličine društva koju je predložio Ohlson (1980),
3. omjer nematerijalne imovine i prodaje, kao mjera atraktivnosti za preuzimanje, pod pretpostavkom da veća nematerijalna imovina povećava poželjnost za društvom,
4. omjer zaduženja i ukupnih obveza, i
5. omjer dugova opterećenih razlučnim pravom i ukupnih obveza.

Osim računovodstvenih varijabli Barniv, Agarwal, i Leach koriste i pet specifičnih varijabli koje su odabrali iz prakse stečajnih sudaca i odvjetnika. To su:

1. poštenost stečaja, što je *dummy* varijabla uz vrijednosti 0 = pošteni stečaj i 1 = podnesena je prijava za prijevaru, te se pretpostavlja kako je nepošteni stečaj pozitivno koreliran s vjerojatnošću likvidacije u stečaju,
2. ostanak top menadžmenta, također *dummy* varijabla uz vrijednosti 0 = menadžment odlazi i 1 = menadžment ostaje, pri čemu se pretpostavlja da će novi menadžment bolje upravljati društvom i smanjiti vjerojatnost likvidacije,
3. broj razreda imatelja obveznica stečajnog dužnika, uz pretpostavku da veći broj razreda smanjuje vjerojatnost likvidacije,
4. Herfindahl – Hirschmanov indeks tržišnog nadmetanja[32], pri čemu veća manja vrijednost indeksa označava veći stupanj nadmetanja te ujedno i veću vjerojatnost likvidacije dužnika, i
5. cjenovno ponderirani kumulativni prinosi tijekom 60 dana neposredno prije otvaranja stečaja, pri čemu se pretpostavlja povećanje vjerojatnosti likvidacije u slučaju smanjenja ovog pokazatelja.

Koristeći Lachenbruchovu U-tehniku (1967.)[33] došli su do rezultata kako su ne-računovodstvene varijable bolje u diskriminaciji ishoda stečajnog postupka, i to prije svega

[32] Herfindahl – Hirschmanov indeks kompetitivnosti je mjera veličine trgovačkih društava u odnosu na granu djelatnosti. Veći indeks znači i veću konkurentnost, odnosno tržišnu snagu, a može imati vrijednost od 0 do 1, pri čemu 1 opisuje apsolutnog monopolista.

[33] Lachenbruch, P. A.; **An Almost Unbiased Method for Obtaining Confidence Intervals for the Probability of Misclassification in Discriminant Analysis**, Biometrics, Vol 23, 1967, str. 639-645

indikator poštenosti stečaja i ostanak top menadžmenta, te zaključuju kako je poželjno uključivanje i ne-računovodstvenih podataka u godišnja financijska izvješća, jer umnogome poboljšavaju njihovu informativnost. H-H indeks i kumulativni prinosi pokazali su se statistički insignifikantnima, jednako kao i omjer neto dobiti i ukupne prodaje kod računovodstvenih varijabli. Ukupna točnost klasifikacije iznosi 61,6%.

U hrvatskom okruženju zasad nije moguće razmatrati modele predviđanja post-stečajnog scenarija jer je broj restrukturiranja u stečaju vrlo malen, te se (trenutno) ne može formirati statistički validan uzorak koji bi bio temeljem istraživanja.

6.1.7. Neuronske mreže

Umjetna neuronska mreža je matematičko-statistički model koji se temelji na biološkim neuronskim mrežama. Nastojeći simulirati mrežu neurona u mozgu neuronska mreža oblikuje grupu međusobno povezanih (umjetnih) neurona i informacijske procese među njima. Neuronske mreže su rezultat konekcionističkog pristupa matematici, a konekcionizam se koristi u različitim područjima, od umjetne inteligencije do filozofije. Središnji je princip konekcionizma ideja da se mentalni fenomeni mogu objasniti isprepletenom mrežom jednostavnih jedinica. Jedinice se smatraju neuronima, a poveznice sinapsama.

Neuronska je mreža adaptivni sustav koji nema fiksnu strukturu, već mijenja svoj sastav ovisno o eksternim ili internim informacijama koje kolaju mrežom. Koristi se za oblikovanje nelinearnih statističkih modela koji imaju izrazito kompleksne veze između ulaznih i izlaznih podataka, odnosno za pronalaženje uzorka (obrasca) u podacima.

Interesantno je kako zapravo ne postoji definicija oko koje postoji konsenzus istraživača u svezi toga što je uopće umjetna neuronska mreža, no većina se slaže da je to mreža jednostavnih procesnih elemenata (neurona) koji na temelju veza među njima i parametara elemenata može prikazati kompleksne pojave.

Najatraktivnija karakteristika neuronskih mreža je njihova sposobnost učenja. Naime, ovisno o zadatku kojeg je potrebno riješiti, odnosno svrsi kreiranja neuronske mreže, koristeći određen uzorak podataka neuronska mreža traži funkciju koja bi ispunila namijenjen joj

zadatak na optimalan način (pri čemu je optimalnost definirana minimizacijom funkcije troška).

Postoji mnoštvo paradigmi i algoritama učenja, kao i tipova arhitekture neuronskih mreža, no oni se u ovdje neće detaljno obrađivati. Spomenut će se samo doprinos i specifičnosti uporabe neuronskih mreža na području predviđanja stečaja.

Kako se na području predviđanja stečaja koriste najsuvremenije metode i modeli, i neuronske mreže su prihvaćene i raširene kod analize poslovnih poteškoća odnosno stečaja, te postoje brojni autori koji su dali svoj doprinos na ovom području. Neki od njih su (kronološkim redom): Fanning et al. (1994.)[34]; Wu (1997.)[35]; Pompe, Feelders (1997.)[36]; Barniv et al. (1997.)[37]; Guoquiang et al. (1999.)[38]; Tan, Dihardjo (2001.)[39]; Nasir et al. (2001.)[40]; Huang et al. (2004.)[41]; Sen et al. (2004.) [42]; McNelis (2005.)[43]; Beccera et al. (2005.)[44]; Perez (2006.)[45]; Tsakonas et al. (2006.)[46].

[34] Fanning, Kurt M.; Cogger, Kenneth O; **A Comparative Analysis of Artificial Neural Networks Using Financial Distress Prediction**, International Journal of Intelligent Systems in Accounting Finance & Management, Vol. 3 Issue 4, Dec1994, str. 241-252

[35] Wu, Rebecca C.; **Neural network models: Foundations and applications to an audit decision problem**, Annals of Operations Research, Vol. 75 Issue 1-4, 1997, str.291-301

[36] Pompe, P. P. M.; Feelders, A. J.; **Using Machine Learning, Neural Networks, and Statistics to Predict Corporate Bankruptcy**, Computer-Aided Civil & Infrastructure Engineering, Vol. 12 Issue 4, 1997, str.267

[37] Barniv R, Agarwal A, Leach R.; **Predicting the outcome following bankruptcy filing: a three-state classification using neural networks**. International Journal of Intelligent Systems in Accounting, Finance and Management, vol.6, no.3, Sept. 1997, str. 177-94

[38] Guoqiang Zhang, Michael Y. Hu, B. Eddy Patuwo, Daniel C. Indro; **Artificial neural networks in bankruptcy prediction: General framework and cross-validation analysis**, European Journal of Operational Research, Volume 116, Issue 1, 1999, str. 16-32,

[39] Tan, Clarence N.W.; Dihardjo, Herlina; **A study of using artificial neural networks to develop an early warning predictor for credit union financial distress with comparison to the probit model**, Managerial Finance; Volume 27 Issue 4; 2001

[40] M.L. Nasir, R.I. John, S.C. Bennett, D.M. Russell; **Selecting the neural network topology for student modelling of prediction of corporate bankruptcy**, Campus-Wide Information Systems; Vol 18 Iss 1; 2001

[41] Zan Huang, Hsinchun Chen, Chia-Jung Hsu, Wun-Hwa Chen, Soushan Wu***; Credit rating analysis with support vector machines and neural networks: a market comparative study***, Decision Support Systems, Volume 37, Issue 4, 2004, str. 543-558,

[42] Sen, Tarun K.; Ghandforoush, Parviz; Stivason, Charles T.; **Improving Prediction of Neural Networks: A Study of Two Financial Prediction Tasks**, Journal of Applied Mathematics & Decision Sciences, Vol. 8 Issue 4, 2004, str. 219-233

Od hrvatskih autora svakako valja spomenuti Šarliju, Benšić, i Zekić-Sušac (2004.[47] i 2006.[48]).

Neuronske mreže je potrebno dobro poznavati prije nego što se započne s implementacijom. Valja oprezno i kritično pristupiti korištenju neuronskih mreža na knjigovodstvenim podacima. Trigueiros i Taffler (1996.)[49] pokazuju kako uporaba ovakvih snažnih i intenzivnih kompjuterskih algoritama može biti neprikladna za statističku uporabu ove prirode. Naime, oni ukazuju kako neuronske mreže, koje su originalno razvijene za zadatke prepoznavanja uzoraka (npr. prepoznavanje govora, teksta, itd.), nisu najprikladniji alat za obradu knjigovodstvenih podataka zbog bitno različite prirode za koju su neuronske mreže izvorno dizajnirane. Ističu se slijedeći problemi:

- kod prepoznavanja uzoraka broj nezavisnih varijabli je malen (tri i manje), dok se kod knjigovodstvenih podataka koristi pet i više varijabli;
- kompleksnost odnosa kod prepoznavanja uzoraka je iznimno velika, dok su odnosi među knjigovodstvenim stavkama uglavnom jednostavni;
- teorija koja opisuje pozadinu istraživanja je kod prepoznavanja uzoraka etablirana i postojana, dok se teorije koje opisuju knjigovodstvene odnose (npr. teorije strukture kapitala) često nadmeću i nisu osobito postojane;

---

[43] McNelis, Paul: **Neural networks in finance: gaining predictive edge in the market**, Elsevier Academic Press, London, 2005.

[44] Becerra VM, Galvao RKH, Abou-Seada M.; **Neural and wavelet network models for financial distress classification**, Data Mining and Knowledge Discovery, vol.11, no.1, 2005, str. 35-55

[45] Perez, Muriel; **Artificial neural networks and bankruptcy forecasting: a state of the art**, Neural Computing & Applications, Vol. 15 Issue 2, 2006, str. 154-163

[46] Tsakonas, Athanasios; Dounias, George; Doumpos, Michael; Zopounidis, Constantin; **Bankruptcy prediction with neural logic networks by means of grammar-guided genetic programming**, Expert Systems with Applications, Vol. 30 Issue 3, Apr2006, str. 449-461

[47] Šarlija, N.; Benšić, M.; Zekić-Sušac, M.; **Logistic regression, survival analysis and neural networks in modeling customer credit scoring**, WSEAS Transactions on Business and Economics, Issue 3, Volume 3, March 2006.

[48] Benšić, M.; Šarlija, N.; Zekić-Sušac, M.; **Modeling Small Business Credit Scoring Using Logistic Regression, Neural Networks, and Decision Trees, Intelligent Systems in Accounting**, Finance and Management, Volume 13, Issue 3, 2004, str. 133 - 150.

[49] Trigueiros, Duarte; Taffler, Richard; **Neural Networks and Empirical Research in Accounting**, Accounting & Business Research, Vol. 26 Issue 4, Autumn 1996, str. 347-355

- i konačno najvažnije: veličina uzorka podataka koji se koriste pri prepoznavanju uzoraka (npr. prepoznavanje govora) može biti onoliko velika koliko istraživač želi, nema gornje granice niti ograničenja jer je količina govora (što će biti baza iz koje će neuronska mreža učiti) neiscrpni resurs. Dakle, *opseg veličine baze ulaznih podataka kod prepoznavanja uzoraka nije ničim ograničen, dok su knjigovodstveni podaci itekako ograničeni*. Kako su neuronske mreže dizajnirane za prepoznavanje uzoraka, očito je kako može postojati problem u primjeni na računovodstvenim uzorcima podataka. Kod istraživanja uzoraka podaci se mogu čak i umjetno kreirati (!), odnosno uzorak se može računalno simulirati, dok kod društvenih znanosti nema govora o simulaciji podataka, već se moraju koristiti stvarni izvori.

Ključna prednost je sposobnost neuronskih mreža u modeliranju kompleksnosti, odnosno u kreiranju simulacije iznimno kompleksnih odnosa, a upotreba istih tih mreža za modeliranje relativno jednostavnih odnosa kod kojih varijable često imaju malu snagu objašnjavanja pojave (nisku signifikantnost) može donijeti malo koristi. Zatim, postoje visoki zahtjevi za poznavanjem kompjuterskih algoritama pri korištenju neuronskih mreža[50].

Vrlo je bitno uočiti kako metodologija neuronskih mreža ne nudi testiranje hipoteza niti testove signifikantnosti na temelju *t*, *F* ili drugih distribucija vjerojatnosti. Uz to, „teško je, ako ne i nemoguće, interpretirati ih ili konceptualno ih objasniti.“[51]

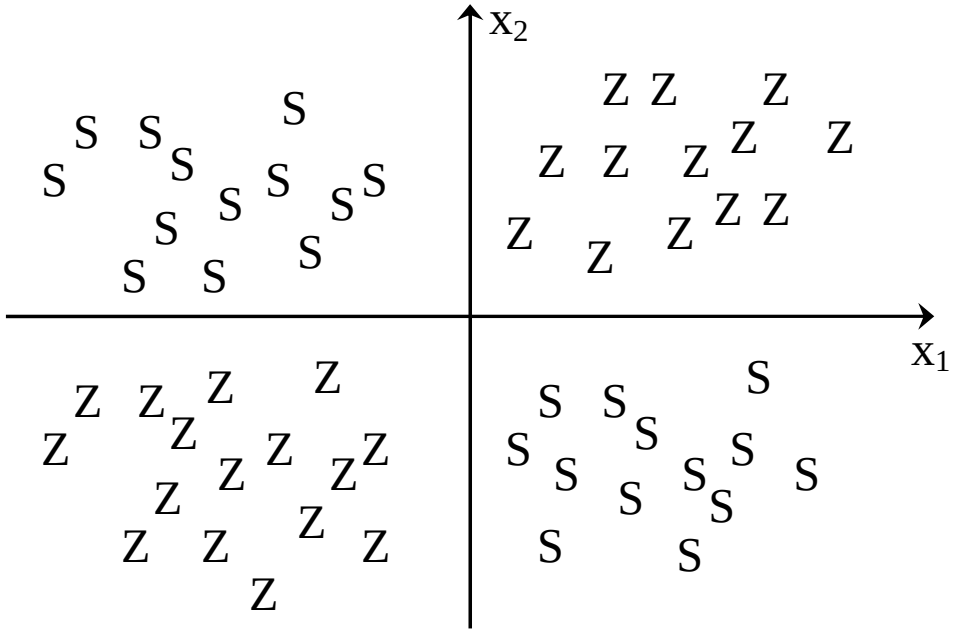
Umjesto jedinstvene linearne, nelinearne, ili logističke jednadžbe neuronska mreža stvara nekoliko prijelaznih među-modela. Primjerice, neuronska mreža može formirati nekoliko različitih generaliziranih linearnih funkcija, njihove rezultate slati u nove funkcije, rezultate ovih opet u treći sloj funkcija, itd. (uz to može postojati i povratna veza koja npr. rezultate trećeg sloja može, ali i ne mora, slati u prvi sloj) – sve do konačnih izlaznih vrijednosti. Niti jedan drugi statistički model ne stvara odnos između zavisne i nezavisnih varijabli korištenjem prijelaznih, među-funkcija, te potom optimiziranjem sveukupnog modela. Jasno da se ovdje ne mogu koristiti klasični testovi signifikantnosti.

[50] Premda proizvođači softverskih paketa koji modeliraju neuronske mreže uvjeravaju u suprotno.

[51] Trigueiros, Duarte; Taffler, Richard; **Neural Networks and Empirical Research in Accounting**, Accounting & Business Research, Vol. 26 Issue 4, Autumn 1996, str. 350

Nadmoć neuronskih mreža očituje se kod tzv. XOR problema klasifikacije, koji je u ovom radu pojašnjen na primjeru klasifikacije trgovačkih društava u stečaju i 'zdravih' društava. XOR problem klasifikacije predstavljen je grafikonom 12.

Grafikon 12. XOR klasifikacijski problem[52]



Ako postoje dvije grupe slučajeva ('zdrava' poduzeća = *Z*, i poduzeća u stečaju = *S*) i dvije nezavisne varijable x_1 i x_2, grafikonom 12. prikazana je slijedeća pojava:

- kada x_1 i x_2 imaju male ili velike vrijednosti tada se promatra područje grupe *Z*, a
- kada x_1 i x_2 idu u suprotnim pravcima, radi se o grupi *S*.

XOR klasifikacijski problem nastaje stoga što ovu pojavu ne mogu opisati konvencionalne linearne ili kvadratne funkcije, a neuronske mreže to mogu.

Neuronske mreže XOR klasifikacijski problem mogu riješiti upravo zbog svojih neurona, odnosno među-funkcija, jer je svaki neuron među-funkcija i parcijalni klasifikator, te doprinosi ukupnoj snazi diskriminacije. Najveća prednost neuronskih mreža leži u mogućnosti modeliranja ovakvih kompleksnih nelinearnih odnosa.

No, općenito se savjetuje[53] koristiti konvencionalne statističke tehnike a ne složene modele kada se u području istraživanja ne očekuju XOR interakcije.

[52] Izvor: modificirao autor iz Trigueiros, Duarte; Taffler, Richard; **Neural Networks and Empirical Research in Accounting**, Accounting & Business Research, Vol. 26 Issue 4, Autumn 1996, str. 351

Perez (2006.)[54] prikazuje desetogodišnji istraživački put primjene neuronskih mreža u predviđanju stečaja na analizi 24 izvedenih studija, i sugerira nove moguće putove razvoja neuronskih mreža. Većina dosadašnjih studija uspoređuje neuronske mreže s klasičnim metodama, i rezultira zaključkom o superiornosti neuronskih mreža, no istodobno prezentiraju svoje rezultate kao preliminarne. Vrlo su rijetke usporedbe između različitih arhitektura i specifikacija neuronskih mreža, a izbor omjera temelji se na postojećoj literaturi koja je primjenjivala konvencionalne metode. Stoga se preporuča uvođenje novih tipova kvantitativnih i kvalitativnih podataka, novih algoritama treniranja (hibridni genetsko-tradicionalni algoritmi), i novijih tipova mreža (Kohonen, itd.).

S druge strane, Trigueiros i Taffler (1996.)[55] prikazuju greške koje se olako čine pri „ležernoj" uporabi neuronskih mreža: zanemaruju se pretpostavke o kojima treba voditi računa kod paralelnih istovrsnih statističkih metoda, te se na osnovu relativno malog uzorka stvaraju kompleksne arhitekture neuronskih mreža. Primjerice, Tam i Kiang (1992.)[56] koriste 19 visoko kolinearnih nezavisnih varijabli i 10 neurona, što čini 190 koeficijenata koji se procjenjuju, a sve to uz 118 slučajeva na kojima temelje model – očito je kako je potpuno nadmašen broj stupnjeva slobode.

Vrlo je bitno uočiti slijedeće: kada se neuronske mreže koriste s potrebitom pažnjom, a ne s ciljem aplikacije neuronskih mreža kao platforme za metodološke eksperimente, može se uočiti kako uglavnom nema bitnih razlika između rezultata dobivenih neuronskim mrežama i rezultata dobivenih konvencionalnim statističkim tehnikama. Altman et al. (1994.)[57] koristili su 9 ulaznih varijabli i 5 među-funkcija (neurona), što čini 45 koeficijenata koji se procjenjuju

[53] npr. Trigueiros, Duarte; **Comment**, European Journal of Finance, Vol. 3 Issue 3, 1997, str. 221-224

[54] Perez, Muriel; **Artificial neural networks and bankruptcy forecasting: a state of the art**, Neural Computing & Applications, Vol. 15, Issue 2, 2006., str. 154-163

[55] Trigueiros, Duarte; Taffler, Richard; **Neural Networks and Empirical Research in Accounting**, Accounting & Business Research, Vol. 26 Issue 4, Autumn 1996, str. 347-355

[56] Tam. K.; Kiang. M.; **Managerial Applications of Neural Networks: The Case of Bank Failure Predictions**, Management Sciences. Vol. 38. No. 7.1992, str. 926-947.

[57] Altman, Edward; Marco, Giancarlo; Varetto, Franco; **Corporate distress diagnosis: Comparisons using linear discriminant analysis and neural networks (the Italian experience)**, Journal of Banking & Finance, Elsevier, vol. 18(3), 1994, str. 505-529

iz uzorka od 800 poduzeća, i nisu dobili bolje rezultate od onih dobivenih višestrukom diskriminacijskom analizom. Uz to Altman et al. ističu kako je potrebno puno vremena za formiranje modela neuronskih mreža, kako postoji iznimno naporan proces pokušaja i pogreške pri otkrivanju najbolje strukture modela, te tešku interpretabilnost dobivenih rezultata, za razliku od diskriminacijske analize.

Cilj istraživačkog procesa u znanstvenoj metodi ne bi smio biti unaprjeđenje performansi modela u uporabi, već bolje razumijevanje procesa u pozadini, a model je samo alat za rasvjetljivanje fenomena koji se istražuje. Zbog svoje heurističke naravi neuronske mreže je teško replicirati, što dovodi u pitanju jednu od temeljnih značajki znanstvenih istraživanja: reproducibilnost[58]. Neuronske mreže uvijek će imati prednost u kompleksnim okruženjima kada postoje snažne nelinearne korelacije i interakcije među nezavisnim varijablama, no u suprotnom valja biti oprezan u njihovoj primjeni.

Imajući u vidu navedene nedostatke neuronskih mreža (kao i prednosti), odlučeno je kako se u ovom radu neuronske mreže neće primjenjivati, i to prije svega zbog ograničenih resursa i zahtjevnog procesa modeliranja, te kako će fokus biti na standardnim i provjerenim[59] metodama koje ionako produciraju sasvim dobre rezultate.

Konačno, valja uočiti da su rezultati svake metode ovisni prije svega o kvaliteti ulaznih podataka, te kako niti jedna metoda ne može kompenzirati nekvalitetan uzorak podataka. Kako je za ovaj rad pribavljena kvalitetna baza podataka, utoliko nema bojazni oko očekivanih rezultata.

6.1.8. Ostale metode predviđanja poslovnih poteškoća

Najčešće korištene metode u analizi i predviđanju poslovnih poteškoća su diskriminacijska analiza, logit i probit modeli, no osim njih postoje i brojne alternativne metode. Može se utvrditi da je ovo područje jedno od najpropulzivnijih u ekonomiji uopće, jer se najnovija dostignuća iz različitih grana znanosti prenose s ciljem predviđanja stečaja (odnosno poslovnih poteškoća).

[58] Mogućnost ponavljanja i dobivanja istih rezultata u istim uvjetima.

[59] Ne želi se reći kako su neuronske mreže neprovjerene, nego kako ih autor još nije sam provjerio.

U tablici 23. prikazano je 14 alternativnih metoda koje su u uporabi pri predviđanju poslovnih poteškoća, kao i njihove prednosti, nedostaci, te određeni istraživači koji su ih primjenjivali. Ove metode su: analiza opstanka, drvo odlučivanja, neuronske mreže, *fuzzy rules* metoda, multi-logit, metoda kumulativnih suma, metoda dinamične analize povijesnih događaja (*dynamic event history analysis*), model teorija kaosa, metoda multidimenzionalnih skala, linearno ciljno programiranje, višekriterijski pristup pomoći odlučivanju (*multi criteria decision aid approach*), analiza grubih setova, ekspertni sustavi, i samoorganizirajuće mape.

Tablica 23. Metode istraživanja poslovnih poteškoća[60]

METODA		PREDNOSTI	NEDOSTACI	ISTRAŽIVAČI
UČESTALO KORIŠTENE METODE	Survival analysis (analiza opstanka)	- uzima u obzir vremensku dimenziju poteškoća - predviđa vrijeme nastupa stečaja - dopušta vremensko variranje nezavisnih varijabli - nema pretpostavke dihotomne zavisne varijable - nema pretpostavke distribucije - koristi više podataka - dopušta nasumično cenzuriranje - jednostavna interpretacija	- nije dizajnirana za klasifikaciju - pretpostavka: poduzeća u stečaju i ona koja to nisu pripadaju istoj populaciji - zahtjeva homogene duljine procesa stečajeva u uzorku - podložna multikolinearnosti	- Lane et al. (1986) - Luoma & Laitinen (1991.) - Kauffman & Wang (2001.)
	Drvo odlučivanja	- nema snažnih statističkih zahtjeva prema ulaznim podacima - dopušta kvalitativne podatke - može s nositi s nepotpunim i 'nečistim' podacima - pristupačna za korisnika: jednostavan output - jednostavna procedura	- zahtijeva specifikacije prethodnih vjerojatnosti i troškova krive klasifikacije - pretpostavka: dihotomna zavisna varijabla - relativna važnost pojedine varijable ostaje nepoznata - ne može se direktno primijeniti	- Joos et al. (1998.) - Frydman et al. (1985) - Odom & Sharda (1990.) - Cadden (1991.) - Coats & Fant (1991, 1993) - Fletcher & Goss (1993.) - Udo (1993.) - Wilson & Sharda (1994.) - Altman et al. (1994.) - Boritz et al. (1995.) - Back et al. (1996a) - Bardos & Zhu (1997.) - Yang et al. (1999.) - Atiya (2001.) - Neophytou et al. (2001.)
	Neuronske mreže	- ne koristi prethodno programiranu bazu znanja - sposobna analizirati kompleksne uzorke - nema restriktivnih pretpostavki - dopušta kvalitativne kao i 'nečiste' podatke - može 'nadvladati' autokorelaciju - pristupačna za korisnika: jednostavan output - robusna i fleksibilna	- problem 'crne kutije' - ne može se direktno primijeniti - zahtijeva podatke visoke kvalitete - varijable se oprezno moraju izabrati a priori - rizik predobrog podudaranja podataka - zahtijeva definiciju arhitekture - dugo vrijeme procesiranja - mogućnost nelogičnog ponašanja mreže - zahtijeva veliki uzorak za uvježbavanje mreže	

[60] Izvor: modificirao autor iz Balcaen, S.; Ooghe, H.; **Alternative methodologies in studies on business failure: do they produce better results than the classic statistical methods?**, Vlerick Leuven Gent Management School Working Paper Series 2004-16, Vlerick Leuven Gent Management School, str. 40-42

(nastavak tablice 23.)

ALTERNATIVNE METODE	**Fuzzy rules**	- intuitivna baza	- ovisna o arbitrarnim 'if-then' pravilima	- Spanos et al. (1999.)
	Multi -logit model	- uzima u obzir podatke od više godina	- pretpostavka konzistentnosti signala	- Peel & Peel (1988.)
	CUSUM (Cumulative sum)	- uzima u obzir podatke iz sadašnjosti i prošlosti - kratko pamti dobre rezultate a dugo loše		- Theodossiou Kahya & Theodossiou (1996.)
	DEHA (dynamic event history analysis)	- promatra stečaj kao proces a ne kao događaj - dopušta vremensko variranje varijabli - dopušta nedostatak podataka		- Hill et al. (1996.)
	Model teorije kaosa	- uzima u obzir podatke iz različitih razdoblja	- snažna pretpostavka: poduzeća bez problema su više kaotična	- Scapens et al. (1981) - Lindsay & Campbell (1996.)
	MDS (multi-dimensional scaling)	- statistička karta s intuitivnom interpretacijom - robusna - dopušta visoko korelirane podatke - nema zahtijeva u svezi distribucije podataka - nema potrebe za redukcijom podataka	- nije dinamična (vremenski) - ne može se direktno primijeniti	- Mar-Molinero & Ezzamel (1991.) - Neophytou & Mar-Molinero (2001.)
	LGP (linear goal programing)	- nema distribucijskih zahtjeva - fleksibilna	- kompleksna	- Gupta et al. (1990.)
	MCDA (multi criteria decision aid approach)			- Zopoudinis (1987.) - Zopoudinis & Dimitras (1998.) - Doumpos & Zopoudinis (1999.)
	Analiza grubih setova	- dopušta kvalitativne varijable - jednostavna - pristupačna za korisnika - fleksibilna	- kvantitativne se varijable moraju kodirati kao diskretne	- Slowinski & Zopoudinis (1995.)
	Ekspertni sustavi	- dopušta kvalitativne varijable - nema statističkih distribucijskih zahtjeva - pristupačna za korisnika	- mora se programirati 'predefinirana baza znanja - mora se determinirati heuristika - skupa, vremenski zahtjevna - nefleksibilna - osjetljiva u pogledu nepotpunih i netočnih podataka	- Messier & Hansen (1988.)
	SOM (self organizing maps)	- dopušta detektiranje regija povišenog rizika stečaja ili pogled na evoluciju stanja poduzeća - SOM s dvije razine nudi mogućnost istraživanja tipičnih putova poteškoća	- zahtijeva prethodnu selekciju male grupe nezavisnih varijabli	- Kiviluoto & Bergius (1998.)

Opseg prethodno navedene tablice ugrubo prikazuje i opseg nastojanja istraživača za implementacijom najsuvremenijih matematičko-statističkih dostignuća u svrhu predviđanja budućih rezultata poslovanja trgovačkih društava.

No, s druge strane valja uočiti i kako se metode često primjenjuju bez dubinskog poznavanja njihovih specifičnosti i ograničenja, te kako gotovo svaki objavljeni rad završava zaključkom kako primijenjena metoda nadmašuje ostale, što jednostavno nije moguće. U ovoj disertaciji će se stoga koristiti dobro poznate i provjerene metode, a izazovi eksperimentiranja s novijim tehnikama preostat će kao temelj nekih budućih radova.

6.1.9. Istraživanja u Republici Hrvatskoj

Istraživanja ove vrste u Hrvatskoj su relativno oskudna. Postoji nekoliko radova na ovom području, no kako se ne bi preuranilo s zaključkom kako su radovi malobrojni a postignuća slaba i/ili ograničena valja uzeti u obzir slijedeće:

- u Republici Hrvatskoj ne postoji duga tradicija poslovanja u tržišnim uvjetima te su i stečajevi donedavno bili novost;
- podaci su i više nego oskudni (sukladno prethodnome), a ključni akteri su nepristupačni,
- akademska zajednica dugo je bila opterećena nužnošću promatranja ekonomskih pojava sukladno socijalističko-komunističkim paradigmama koje iskrivljavaju bit stečaja,
- kada podaci i postoje potrebna je relativno visoka razina poznavanja ekonometrijskih modela, za što poslovna (pa čak i dijelom akademska) zajednica nije adekvatno educirana[61], te je stoga i krug potencijalnih korisnika relativno malen.

[61] U Hrvatskoj se na Ekonomskim fakutetima obrađuje tek osnovna razina statistike, a na velikom dijelu poslijediplomskih studija gotovo uopće se ne obrađuje ekonometrija, te nedostaje iskusnih predavača i stručnjaka.

Imajući prethodno na umu treba pozdraviti sve domaće korake na području istraživanja stečaja, i uvažiti određena ograničenja koja kod ovakvih radova izlaze na vidjelo, osobito u situaciji kada ih se komparira s inozemnim istovrsnim istraživanjima.

Među prvima valja istaći rad Pejić-Bach (1997.)[62]. Ovaj članak je rudimentarni prikaz metode diskriminacijske analize, te na nespecificiranom[63] primjeru pokazuje opću primjenu ove metode u predviđanju stečaja. Promatrajući iz današnje perspektive može se uočiti nekoliko diskutabilnih momenata u tom radu, no valja uzeti u obzir prethodno navedene ograničavajuće faktore i dati važnost ovim inicijalnim koracima.

Novak (2003.)[64] objavljuje prvi suvremeniji rad gdje aplicira diskriminacijsku analizu, logit model i metodu višedimenzionalnih skala na uzorku podataka od 38 banaka, za koje je izračunao 8 omjera. Umjesto predviđanja stečaja istraživanje se fokusiralo na predviđanja poslovnih poteškoća, i to zbog specifičnih događanja u bankarskom sustavu Republike Hrvatske, gdje su neke banke koje su se našle u dubokim krizama sanirane, za druge je pokrenut stečaj, kod nekih nije učinjeno ni to, a treće su napravile zaokret u suradnji sa strateškim partnerom. Ovo potvrđuje kako stečaj još nije zaživio kao proces filtriranja neefikasnih trgovačkih društava.

U svom magistarskom radu Crnković (2005.)[65] koristi diskriminacijsku analizu, logit model i metodu višedimenzionalnih skala na uzorku podataka iz jedne domaće banke za predviđanje poslovnih poteškoća trgovačkih društava. Rezultati su objavljeni u Novak i Crnković (2007.)[66].

---

[62] Pejić-Bach, Mirjana; **Primjena modela diskriminacijske analize i financijskih pokazatelja u prognoziranju bankrota poduzeća**, Računovodsvo i financije, 1 / 1997, str. 515-532

[63] Na uzorku od 15 poduzeća, od čega je 7 u stečaju, te uz dva omjera izveden je prikaz modela diskriminacijske analize. Pri tom nije jasno jesu li podaci stvarni ili fabricirani radi primjera.

[64] Novak, Branko: **Predviđanje poslovnih teškoća banaka u Republici Hrvatskoj na temelju javno dostupnih financijskih pokazatelja**, Ekonomski pregled. 54 (2003.), 11-12; str. 904-924

[65] Crnković, Ivica; **Predviđanje poslovnih poteškoća dužnika banke na osnovi podataka iz temeljnih financijskih izvješća**, magistarski rad, Ekonomski fakultet u Osijeku, 2005.

[66] Novak, Branko; Crnković, Ivica; **Klasifikacija dužnika banke prema razini poslovnih problema na osnovi podataka iz temeljnih financijskih izvješća**, Ekonomski pregled, br. 58 / 1-2, Zagreb, 2007., str. 41-71

Paralelno s izradom i obranom Crnkovićevog magistarskog rada Sajter (2005.)[67] također izrađuje i brani vlastiti magistarski rad, te koristi iste metode na kumulativnim podacima hrvatskih banaka s ciljem ex-post predviđanja hrvatske bankovne krize s kraja 1990-tih. Zajedničko i ključno za ove magistarske radove jest mentorstvo prof. B. Novaka, te postojanje baze podataka na kojima su se ova istraživanja mogla provesti.

Schönfelderov rad (2002.)[68] ne sadrži ekonometrijske elemente, ali je po određenim obilježjima blizak ovoj disertaciji (promatranje stečajnog zakona iz perspektive ekonomista), te ga je stoga valjalo navesti.

Vitezić (2006.)[69] navodi nužnost uključivanja i kvalitativnih pokazatelja u financijsku analizu, ističe ulogu menadžmenta, te naglašava kako sigurnog modela prognoziranja neuspjeha i stečaja nema.

Zenzerović (2006.)[70] iznosi prikaz najčešće korištenih metoda predviđanja stečaja uz njihove specifičnosti, te navodi ključne autore na ovom području (Beaver, Altman, Ohlson, itd.). Ističe kako su ovi modeli formirani na temelju podataka za američka poduzeća iz 1960-tih i 1970-tih, te kako se „(…) nameće potreba izvođenja modela za predviđanje stečaja poslovnih subjekata koji obavljaju djelatnost u tranzicijskim gospodarstvima, odnosno gospodarstvima niže razvojne razine.“[71] Također navodi kako je u analizu potrebno uključiti i kvalitativne pokazatelje.

[67] Sajter, Domagoj: **Rano predviđanje poslovnih poteškoća banaka**, magistarski rad, Sveučilište J. J. Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku, 2005.

[68] Schönfelder, Bruno; **Ekonomska analiza zakona o stečaju: pregled literature**, Financijska teorija i praksa, 26 / 2002, str. 675-690

[69] Vitezić, Neda; **Predviđanja stečaja i indikatori ranog upozorenja**, Financijsko restrukturiranje profitnog i neprofitnog sektora u Hrvatskoj, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb, 2006., str. 195-203

[70] Zenzerović, Robert; Peruško, Ticijan; **Kratki osvrt na modele za predviđanje stečaja**, Ekonomska istraživanja, 19-2, 2006, str. 132-151

[71] Zenzerović, Robert; Peruško, Ticijan; **Kratki osvrt na modele za predviđanje stečaja**, Ekonomska istraživanja, 19-2, 2006, str. 149

U širem smislu mogli bi se navesti i radovi koji obrađuju kredit-skoring modele, i drugi srodni radovi koji nastoje predvidjeti budućnost poslovanja određenog trgovačkog društva, no u užem smislu još nije formiran model diskriminacije poduzeća u stečaju i 'zdravih' poduzeća.

6.2. Polazne osnove istraživanja izloženosti riziku stečaja trgovačkih društava u istočnoj Hrvatskoj

Nakon provedenog kvalitativnog istraživanja u poglavlju 5., odnosno analize ankete stečajnih profesionalaca – praktičara u Hrvatskoj, kao i analize ankete stečajnih pisarnica hrvatskih trgovačkih sudova te podataka dobivenih iz Fine, postavljena je hipoteza kako će kvantitativna analiza (tj. istraživanje izloženosti riziku poduzeća istočne Hrvatske) potvrditi rezultate ovih anketa.

Naime, u poglavlju 5. istaknuto je kako u Hrvatskoj postoji visok prag tolerancije nadležnih institucija prema insolventnim trgovačkim društvima, te kako se stečajevi ne pokreću na vrijeme, odnosno otvaraju se prekasno. Stečajevi se u velikom broju slučajeva ne otvaraju čak ni kada se dužnici nalaze u visokom stupnju poslovnih poteškoća.

Kao dokaz za prethodno navedene tvrdnje mogu se navesti slijedeći podatci: na dan 30. travnja 2008. godine u Hrvatskoj poslovalo je 16.597 pravnih osoba koje su insolventne duže od 360 dana (premda se nakon 60 dana insolventnosti „mora“ otvoriti stečaj), a na isti datum prethodne, 2007. godine taj je broj iznosio 14.624[72]. S druge strane, u cijeloj 2007. godini na svim trgovačkim sudovima u Hrvatskoj otvoreno je 877 stečajeva[73]. Dakle, svega oko 5% postupaka nad insolventnim društvima se uopće otvara, dok se za ostalih 95% duboko insolventnih poduzeća tolerira poslovanje u poteškoćama, a njihova dugotrajna nesposobnost za plaćanje praktično nije razlog za stečaj.

Osim toga, prilikom konzultacija koje su održane sa čelnim osobama odjela poslovanja s pravnim osobama u tri vodeće banke u istočnoj Hrvatskoj, a u svezi iskustava

[72] Podaci iz izvješća Fine

[73] Podaci sa Internet stranica Visokog trgovačkog suda Republike Hrvatske, http://www.vtsrh.hr/index.php?page=statistics&lang=hr (pristupljeno 16.09.2008).

ovih osoba sa stečajevima u regiji te izrade modela predviđanja stečaja, došla je do izražaja poražavajuća pojava koja se često događa u ovdašnjoj praksi. Radi se o iskorištavanju sustava ograničene odgovornosti u kojem vodeće osobe u pojedinim trgovačkim društvima namjerno preuzimaju obveze koje ne mogu ispuniti i potom „gurnu“ poduzeće u stečaj, a s ciljem ispunjenja vlastitih materijalnih i nematerijalnih interesa. Ova trgovačka društva u godini prije otvaranja stečaja u svojim financijskim izvješćima realno prikazuju sasvim urednu poslovnu poziciju, nisu neprofitabilna, nelikvidna, niti prezadužena, ali se u slijedećoj godini otvara stečaj zbog kontroverznih poslovnih poteza i interesa vlasnika. Stečajni sustav (i pravosudni sustav općenito) ovakve malverzacije ne kažnjava i ne procesuira, čime se šalje signal svim ostalima kako je stečajna procedura odličan prostor za razne nemoralne načine bogaćenja. S druge strane, iznimno je zahtjevno u ovakvom sustavu kreirati model predviđanja stečajeva na temelju podataka iz financijskih izvješća, jer u prethodnom razdoblju nema signala koji bi ukazivali na nadolazeći stečaj. Ovo ukazuje na važnost kvalitativnih varijabli koje bi opisivale kvalitetu i kredibilnost menadžmenta.

Stoga se može očekivati kako će se jednako visoka razina tolerancije prema poslovnim poteškoćama odraziti i u ekonometrijskoj analizi, te kako će distinkcija između poduzeća u stečaju i poduzeća koja redovno posluju (odnosno nisu u stečaju) biti zahtjevna.

Drugim riječima, u istočnoj se Hrvatskoj stečaj ne mora očekivati čak ni u situaciji kada je poslovanje vrlo loše, odnosno kada financijski pokazatelji (omjeri) ukazuju na zabrinjavajući poslovno-financijski položaj. Također postoje i slučajevi u kojima su financijska izvješća iz prethodne godine sasvim uredna i ničim ne indiciraju nadolazak stečaja, jer je stečaj u tim slučajevima posljedica izopačenja sustava, a ne rezultat ispunjenja ciljeva stečajnog postupka.

6.2.1. Informacijska osnova istraživanja

Kako je već navedeno, ključni element za svako istraživanje je postojanje podataka koje se koriste kao temelj za analizu. Bez određenog uzorka podataka nema konkretnih istraživanja i može se samo općenito govoriti o problemu kojeg se ispituje. Ovdje je opisana informacijska osnova koja je korištena za kvantitativno-istraživački dio ove disertacije.

Predviđanje stečaja radi se najčešće na temelju analize financijskih omjera, uz uvrštenje i kvalitativnih varijabli (ako je to moguće, odnosno ako podaci postoje i ako su pristupačni). Financijski omjeri formiraju se iz financijskih izvješća, te su stoga institucije koje prikupljaju financijska izvješća potencijalni izvori podataka za istraživanje stečaja.

Tako je informacijska osnova i ovog istraživanja baza financijskih izvješća, a ona je formirana na temelju podataka iz Financijske agencije (Fina). Fina je kao nasljednik Službe društvenog knjigovodstva i potom Zavoda za platni promet državna institucija koja prikuplja mnoštvo različitih vrsta podataka od sudionika na tržištu, i vodi Registar godišnjih financijskih izvještaja kako je propisano Zakonom o registru godišnjih financijskih izvještaja (NN 47/2003).

Pribavljena baza podataka sadrži uzorak od 6.141 pravne osobe, odnosno njihova godišnja financijska izvješća za 2004. godinu, sastavljena na dan 31.12.2004. Sjedišta ovih pravnih osoba su u istočnoj Hrvatskoj, odnosno u Brodsko-posavskoj, Požeško-slavonskoj, Osječko-baranjskoj, i Vukovarsko-srijemskoj županiji.

Također su prikupljeni podaci sa trgovačkih sudova u Slavonskom Brodu i Osijeku, i to o brojnosti i nazivima poduzeća koja su tijekom 2005. godine otišla u stečaj. Na području jurisdikcije ova dva suda, a to područje obuhvaća četiri županije: Brodsko-posavsku i Požeško-slavonsku (nadležan Trgovački sud u Slav. Brodu), i Osječko-baranjsku i Vukovarsko-srijemsku (nadležan Trgovački sud u Osijeku), u 2005. godini otvoren je stečaj nad ukupno 24 poduzeća, i to 10 u Slavonskom Brodu i 14 u Osijeku.

Područje jurisdikcije ovih trgovačkih sudova i geografska rasprostranjenost sjedišta trgovačkih društava u bazi podataka podudaraju se.

Valja istaći kako je nad prethodno navedena 24 trgovačka društva otvoren 'klasični' stečajni postupak, a ne skraćeni stečajni postupak (opisan u 2.4.2.), jer su skraćeni stečajni postupci (kao hrvatska specifičnost) isključeni iz ovog istraživanja. Ukoliko bi se uključila i društva nad kojima je otvoren skraćeni stečajni postupak, gdje je proces istodobno otvoren i odmah zaključen, tada bi broj poduzeća bio znatno veći.

No, financijska izvješća ovih društava nose vrlo malo relevantnog informacijskog sadržaja jer su ta poduzeća većim dijelom neaktivna, ne obavljaju nikakvu djelatnost, nemaju zaposlenih, i praktično su ekonomski „mrtva“ (opisano u 5.1.2.). Stečaj kod njih nije proces

(tj. postupak), nego samo deklarativan čin u kojem nadležna institucija proglašava „smrt“ poduzeća, koja je poslovnim partnerima i povezanim osobama najčešće već poznata. Stoga su poduzeća nad kojima su otvoreni skraćeni stečajni postupci također isključena iz istraživanja.

Od 24 poduzeća u istočnoj Hrvatskoj nad kojima je tijekom 2005. otvoren "klasični" stečajni postupak za njih 18 uspjela su se prikupiti potpuna financijska izvješća iz prethodne, 2004. godine.

Ekonometrijska analiza ove baze podataka provedena je uporabom računalnih programa Statistica 6.0 i Eviews 6.0.

6.2.2. Izbor financijskih omjera

Kao nezavisne varijable u ekonometrijskoj analizi poslovnih poteškoća, sukladno najvećem dijelu postojeće literature, pa stoga i u ovom radu, uzimaju se pokazatelji odnosno omjeri formirani iz financijskih izvješća.

Izbor omjera nije trivijalan zadatak, i to iz više razloga:

- područje analize je često odveć kompleksno da bi se opisalo uz samo nekoliko prikladnih omjera,
- rijetko se može analizirati utjecaj pojedinačnog omjera,
- značaj pojedinih omjera može se očitovati tek u zajedničkom djelovanju u višestrukoj regresiji,
- statističke pretpostavke češće su prekršene nego ispoštovane, i
- neprestano se mora paziti na pojavu kolinearnosti.

U tom smislu Galvao, Becerra, i Abou-Seada (2004.)[74] uočavaju kako je procedura selekcije omjera kompromis između:

a) maksimiziranja opsega dostupnih informacija koje doprinose diskriminacijskoj snazi modela, i
b) minimiziranja multikolinearnosti između klasifikacijskih varijabli.

[74] Galvao, R.K.H.; Becerra, V.M.; Abou-Seada, M.; **Ratio selection for classification models**, Data Mining & Knowledge Discovery, Vol. 8, Iss. 2, 2004., str. 151-170

Pri spomenu multikolinearnosti valja uočiti kako je "postojanje kolinearnosti istodobno blagoslov i prokletstvo za analizu financijskih omjera. Ono znači da je potreban prilično maleni broj omjera da se 'zarobi' informacijski sadržaj koji oni nose, ali to također znači da se ovaj maleni broj mora izabrati vrlo oprezno."[75]

Tehnike izbora omjera variraju od analize profila (usporedba aritmetičkih sredina kroz određeno vremensko razdoblje; npr. Beaver, 1966.), testova normalnosti (npr. Taffler, 1982.), i *stepwise* analize (npr. Altman, 2006.), no početni korak gotovo uvijek čini definiranje početnog uzorka omjera iz kojeg se potom na neki način filtrira određen broj konačnih omjera. Ovaj početni spektar omjera najčešće se formira prema kriteriju popularnosti u literaturi.

Galvao, Becerra, i Abou-Seada (2004.)[76] pokazuju kako je moguće započeti i korak ranije, automatizirajući konstrukciju i selekciju omjera na temelju podataka uzetih direktno iz financijskih izvješća. Kako bi to postigli iz financijskih izvješća navedeni istraživači konstruiraju sve moguće omjere (s tim da i u brojniku i nazivniku može stajati samo jedan podatak, npr. X / Y, ne i kombinacije podataka, npr. $X - Y$ / Z) i potom apliciraju dvije različite metode selekcije:

a) tehnikom pred-selekcije određeni se omjeri isključuju temeljem kriterija relevantnosti u okruženju višestruke regresije, a na preostalima se vrše testovi kolinearnosti i snage diskriminacije,
b) uporabom genetskog algoritma, odnosno tehnike inspirirane mehanizmima prirodne selekcije i evolucije (Goldberg, 1989.[77]).

Interesantno je uočiti kako i nakon aplikacije ovih naprednijih tehnika u modelu opet ostaju gotovo jednake varijable (omjeri) koje je uveo Altman još 1968. godine, i to: radni kapital / ukupna imovina, dobit prije kamata i poreza (EBIT) / ukupna imovina, te vlastiti kapital / ukupne obveze.

[75] Horrigan, James; **Some Empirical Bases of Financial Ratio Analysis**, Accounting Review, Vol. 40 Issue 3, 1965, str. 561.

[76] Galvao, R.K.H.; Becerra, V.M.; Abou-Seada, M.; **Ratio selection for classification models**, Data Mining & Knowledge Discovery, Vol. 8, Iss. 2, 2004., str. 151-170

[77] Goldberg, David; **Genetic Algorithms in Search, Optimization and Machine Learning**, Kluwer Academic Publishers, Boston, 1989.

Upravo stoga što su i nakon primjene složenijih metoda selekcije omjera u modelu preostali 'standardni' omjeri, te nastojeći pojednostavniti proces modeliranja u ovom radu primijenjena je Okamova britva, te je između dva podjednaka načina modeliranja podataka izabran onaj jednostavniji.

Jedno od ograničenja modela predviđanja poslovnih poteškoća jest u tome što se oni (najvećim dijelom) oslanjaju na računovodstvene podatke, odnosno na financijska izvješća. No, financijski izvještaji su dizajnirani tako da prezentiraju povijesnu uspješnost, za proteklo razdoblje, i ne moraju nužno biti informativni o budućnosti. Uz to, financijska izvješća su formirana pod pretpostavkom trajnog poslovanja društva, a ta pretpostavka isključuje stečaj kao izgledan ishod poslovanja. Stoga određeni autori (npr. Hillegeist et al., 2004., str. 6)[78] smatraju da je sposobnost financijskih izvješća za predviđanje stečaja ograničena.

No, ukoliko financijska izvješća nisu pouzdan temelj za istraživanje poslovnih poteškoća postavlja se pitanje što se uopće može koristiti za predviđanje stečaja? U razvijenim državama to su podaci s tržišta, i to prije svega tržišta dionica. U Hrvatskoj, s druge strane, tržište dionica je još maleno, nestabilno, podložno ne-tržišnim utjecajima (odnosno pojavama koje nisu tržišno ili ekonomski uvjetovane ili utemeljene), te još uvijek nije pouzdano kao potpuno kredibilan izvor informacija[79]. Stoga preostaje koristiti se financijskim izvješćima, uvažavajući njihova ograničenja, no to ne znači da se s time gubi na pouzdanosti modela temeljenih na financijskim izvješćima.

Naime, Beaver et al. (2005.)[80] ispitivali su pouzdanost modela predviđanja stečaja i informativnost podataka korištenih kao osnova za ove modele. Na uzorku podataka koji obuhvaća razdoblje od 1962. do 2002. objavili su „izvanredno svojstvo rezultata, a to je

[78] Hillegeist Stephen; Keating, Elizabeth; Cram, Donald; Lundstedt, Kyle; **Assessing the Probability of Bankruptcy**, Review of Accounting Studies, Springer Netherlands, Vol. 9, No 1 / March, 2004.

[79] Prečesto se događaju značajni skokovi ili padovi cijena nekih dionica koji su vrlo teško objašnjivi, i koji nemaju uporišta niti u poslovanju tih dioničkih društava, niti u tržišnim utjecajima (u „fundamentima“). Zaključak koji se nameće, ali za kojeg nema dokaza, jest da se radi o korištenju povlaštenih informacija ili o kakvoj drugoj vrsti izigravanja tržišta. Također je značajan utjecaj iracionalnih, psiholoških faktora, što se osobito pokazalo u vrijeme panike na tržištu tijekom financijske krize 2008. godine.

[80] Beaver W.H.; McNichols, M.F.; Rhie, J.W.; **Have financial statements become less informative? Evidence from the ability of financial ratios to predict bankruptcy**, Review of Accounting Studies, Vol. 10, Iss. 1, 2005., str. 93-122

robusnost modela predviđanja tijekom 40-godišnjeg razdoblja.“[81] Pokazali su kako postoji tek malen pad snage predviđanja poslovnih poteškoća temeljem financijskih omjera tijekom vremena, no u SAD-u taj je pad amortiziran porastom pouzdanosti tržišno orijentiranih varijabli, te modeli predviđanja ne gube snagu protekom više desetljeća. Pad snage predviđanja poslovnih poteškoća na temelju financijskih omjera objašnjavaju porastom diskrecije pri sastavljanju financijskih izvješća, i porastom uporabe nematerijalne imovine koja nije adekvatno regulirana računovodstvenim standardima.

Uzevši u obzir navedeno ne postoji bojazan oko korištenja financijskih omjera za previđanje stečaja i u modelima koji se formiraju za hrvatska trgovačka društva, te su i u ovom radu omjeri temelj financijske analize. Kvalitativne varijable nažalost nisu korištene, ali ne zato jer nisu poželjne – upravo suprotno, već jednostavno stoga što ih u ovom trenutku nije bilo moguće prikupiti.

Razmatrajući prethodne prednosti i ograničenja pri uporabi omjera u predviđanju stečaja, za ovaj rad odabrana je početna grupa nezavisnih varijabli koju čini 9 omjera. Ovi su omjeri odabrani prema kriteriju učestalosti u literaturi[82], s naglaskom na omjere koje su koristili Altman (1968.), i Novak i Crnković (2007.). Jasno, moguće je formirati i više omjera, ali se tada javlja i problem multikolinearnosti.

Ovi omjeri su označeni sa X1 do X9, a čine ih:

- X1 = (kratkotrajna imovina – kratkoročne obveze) / ukupna imovina;
- jedan od temeljnih i ključnih omjera koji ukazuje na likvidnosnu poziciju u odnosu na veličinu društva mjerenu ukupnom imovinom,

[81] Beaver W.H.; McNichols, M.F.; Rhie, J.W.; **Have financial statements become less informative? Evidence from the ability of financial ratios to predict bankruptcy**, Review of Accounting Studies, Vol. 10, Iss. 1, 2005.,str. 1

[82] Izbor varijabli za modeliranje predviđanja stečaja u postojećoj literaturi počiva na tri temeljne kategorije omjera:

a) na pokazateljima profitabilnosti,

b) na pokazateljima sposobnosti generiranja novčanog tijeka, i

c) na pokazateljima korištenja financijske poluge.

Ovo su temeljne kategorije, no one se mogu proširiti i izmijeniti kako bi dopustili veći spektar specifičnosti u poslovanju, odnosno konkretniju specifikaciju funkcioniranja poduzeća.

- X2 = zadržana dobit / ukupna imovina;
- prikazuje kumulativnu profitnu sposobnost društva u odnosu na njegovu veličinu,
- veća vrijednost ukazuje na manju izloženost riziku stečaja (općenito uzevši),
- X3 = dobit prije oporezivanja / ukupna imovina;
- pokazatelj profitabilnosti trgovačkog društva,
- ništica ukazuje kako je poduzeće neprofitabilno, odnosno kako je iskazalo gubitak,
- generalno, manja vrijednost ukazuje na veću izloženost riziku stečaja,
- X4 = prihodi od prodaje / ukupna imovina;
- ukazuje na sposobnost poduzeća u generiranju prihoda,
- uzeta je stavka prihoda iz osnovne djelatnosti (prihodi od prodaje proizvoda, usluga, i roba), te su izuzeti izvanredni i financijski prihodi,
- općenito uzevši, manja vrijednost ukazuje na veću izloženost riziku stečaja,
- X5 = novac / kratkoročne obveze;
- pokazatelj kratkoročnih pozicija koji opisuje kako novac pokriva kratkoročne obveze,
- manja vrijednost ukazuje na veću izloženost riziku stečaja (općenito uzevši),
- X6 = dugotrajna imovina / (kapital + dugoročne obveze);
- pokazatelj dugoročnih pozicija koji opisuje pokriće kapitala i dugoročnih obveza dugotrajnom imovinom,
- X7 = prihodi iz osnovne djelatnosti / rashodi iz osnovne djelatnosti;
- pokazatelj iz računa dobiti i gubitka koji pokazuje pokrivenost rashoda prihodima, i to samo onih iz osnovne djelatnosti,
- pokazatelj manji od 1 ukazuje na stvaranje gubitaka, a veći omjer pokazuje na bolju sposobnost generiranja dobiti, dakle i na manju izloženost riziku stečaja,
- X8 = (dugoročne obveze + kratkoročne obveze) / ukupna imovina;
- pokazatelj zaduženosti koji mjeri udio obveza u ukupnoj pasivi,
- trgovačka društva koja su odveć zadužena izložena su višem riziku stečaja, i
- X9 = pokriće troškova kamata = prihodi prije kamata i poreza (EBIT) / troškovi kamata;
- pokazuje koliko puta operativna dobit premašuje troškove financiranja, te je poželjno da je veći od 1,

- može ukazivati na eventualnu prezaduženost, no temelji se na profitabilnosti koja je obračunska kategorija, te ne mora nužno biti indikator stvarne mogućnosti plaćanja kamata.

Navedeni omjeri orijentirani su u smjeru indikacije eventualnog zatajenja poduzeća u podmirivanju dospjelih financijskih obveza, što je sukladno sintezi modela stečajnih procesa prikazanoj u 3.6.

6.2.3. Formiranje uzorka i karakteristike financijskih omjera

Nakon pribavljanja informacijske osnove (baze podataka) i odabira nezavisnih varijabli (financijskih omjera) drugi je korak formiranje uzorka, a upravo proces formiranja uzorka relativno često izaziva prijepore.

Naime, pri modeliranju uzorka podataka Zmijewski (1984.)[83] je primijetio kako postoje dva temeljna načina izobličavanja rezultata istraživanja poslovnih poteškoća. Prvi se otklon događa zbog (najčešće) vrlo male proporcije stečajeva u ukupnoj populaciji trgovačkih društava, te se u tom kontekstu navodi podatak agencije Dun & Bradstreet; od 1934. do 1982. godine udio stečajeva u cijeloj populaciji trgovačkih društava u SAD-u nikada nije prešao 0,75%[84]. Drugo je izobličenje posljedica nepostojanja podataka za brojna trgovačka društva u stečaju, što je problem i u SAD-u, premda u mnogo manjem opsegu nego što je to u Hrvatskoj.

Ova izobličenja rezultat su nenasumičnog formiranja uzorka, odnosno istraživanja pojave na uzorku podataka koji ima drugačiju strukturu kompozicije od strukture populacije. Izobličenje se manifestira prije svega u prenaglašavanju mogućnosti stečaja, odnosno pretjeranoj naklonosti modela ka predviđanju stečaja kao konačnog ishoda poslovanja.

No, unatoč svemu, Zmijewski ne smatra kako su ovakvi uzorci nužno neprikladni, odnosno kako rezultate istraživanja temeljenih na takvim uzorcima treba odbaciti, nego

[83] Zmijewski, Mark; **Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models**, Journal of Accounting Research, Vol. 22, Supplement 1984, str. 59-82

[84] Zmijewski, Mark; **Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models**, Journal of Accounting Research, Vol. 22, Supplement 1984, str. 59

navodi kako su "uzorci prikupljeni na ovaj način često troškovno učinkoviti kada se određeni fenomen događa rijetko i kada postoje visoki troškovi u prikupljanju nasumičnog uzorka podataka koji bi sadržavao dovoljan broj 'rijetkih' slučajeva za procjenu modela."[85]

U ovom istraživanju nije bilo moguće nasumično formirati uzorak jer se moralo voditi računa o specifičnim karakteristikama poduzeća koje sačinjavaju bazu podataka, te zbog posebnosti hrvatskog stečajnog sustava koje su opisane u poglavlju 2.

U pribavljenoj bazi podataka od ukupno 6.141 pravnih osoba njih 91 je na datum sastavljanja izvješća već bilo u stečaju, a njih 33 je bilo u likvidaciji. Iz je ove baze podataka sastavljen početni uzorak od ukupno 2.199 poduzeća, a taj uzorak se sastoji od:

- 109 trgovačkih društava u stečaju (91 poduzeće koja su na dan sastavljanja financijskih izvješća – 31.12.2004. – već u stečaju, i 18 poduzeća koja su tijekom 2005. godine otvorila stečaj a za koja su se mogli prikupiti podaci), i
- 2.090 poduzeća koja nisu u stečaju, odnosno 'zdravih' poduzeća.

Pri grupiranju valja uočiti kako je atribut 'zdravo' (poduzeće) stavljeno pod navodnike, jer samo uvjetno označava stabilno poduzeće, odnosno trgovačko društvo kojemu ne prijeti stečaj. 'Zdravo' trgovačko društvo u ovom uzorku prije svega označava poduzeće koje nije u stečaju, odnosno nad kojim nije otvoren formalni stečajni postupak. To što stečaj nije otvoren ne mora biti nedvosmisleni znak kako je to poduzeće i odista zdravo, stabilno, i kako uredno posluje. Dakle, preuzima se stvarno-deklarirani status trgovačkih društava i pretpostavlja se kako je stvarno statusno stanje realno i kako ono odražava stvarni poslovni položaj tih trgovačkih društava[86].

Do prethodno navedenih 2.090 poduzeća došlo se redukcijama i isključivanjem slučajeva iz baze podataka, i to na slijedeći način:

1. iz baze podataka isključeni su svi oblici pravnih osoba (javna trgovačka društva, obrtnici, itd.) osim dioničkih društava i društava ograničene odgovornosti;

[85] Zmijewski, Mark; **Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models**, Journal of Accounting Research, Vol. 22, Supplement 1984, str. 62

[86] Ovim se neizravno deklarira kako bi stečajni sustav morao biti taj koji će razdvajati zdrava poduzeća, i ona koja nisu zdrava. Nad nezdravim poduzećima se treba provesti stečajni postupak koji ne mora završiti likvidacijom, nego (kako je opisano u poglavlju 4.) stečaj može biti i proces sanacije, katarze.

2. trgovačka društva koja su na dan 31.12.2004. bila u likvidaciji isključena su iz uzorka, jer je likvidacija bitno drugačiji postupak od stečajnog i nije obuhvaćena ovim istraživanjem;
3. isključena su sva poduzeća koja nisu u stečaju, a koja imaju vrijednost prihoda od prodaje manju od jednog milijuna kuna. Ova redukcija učinjena je zbog sumnji u realnost, vjerodostojnost, i urednost financijskih izvješća malih poduzeća (mjereno veličinom prihoda) u istočnoj Hrvatskoj.

Radi potvrde ispravnosti odluke o isključenju poduzeća čiji su prihodi od prodaje manji od milijun kuna konzultirane su čelne osobe zadužene za odjele kreditiranja poslovnih subjekata u tri vodeće banke u istočnoj Hrvatskoj. Voditelji odjela poslovanja sa pravnim osobama u ovim bankama u potpunosti se slažu kako su financijska izvješća malih trgovačkih društava u istočnoj Hrvatskoj vrlo često neuredna (što zbog neznanja o osnovama računovodstva, što zbog namjernih iskrivljavanja pozicija), te kako ova poduzeća često podnose neprovjerena i nepouzdana izvješća Financijskoj agenciji koja ne vrši dodatne kontrole. Kako je baza podataka koja se u ovom istraživanju koristi pribavljena iz Financijske agencije, a koriste ju i banke koje posluju na prostoru istočne Hrvatske, nastojao se formirati što je moguće kvalitetniji uzorak, te su stoga ova društva isključena iz istraživanja.

Analiza statističkih pokazatelja financijskih omjera za 3.295 poduzeća koja imaju iznos prihoda od prodaje manji od jednog milijuna kuna, a koja su isključena iz istraživanja, predstavljena je tablicom 24.

Tablica 24. Statistička analiza financijskih pokazatelja za 3.295 poduzeća koja imaju vrijednost prodaje manju od milijun kuna

Statistički pokazatelj	X1	X2	X3	X4	X5
Aritmetička sredina	-0,053	0,102	0,060	1,210	1,460
Medijan	-0,016	0,003	0,002	0,732	0,040
Stand. devijacija	0,306	0,146	0,110	3,454	0,719
Koef. varijacije (%)	-581,390	142,863	183,983	285,536	49,233
Varijanca	0,255	0,029	0,041	3,592	644,521
Minimum	-1,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Maksimum	1,000	0,980	6,514	46,857	1.237,125

X1 = RADNI KAPITAL / UKUPNA IMOVINA
X2 = ZADRŽANA DOBIT / UKUPNA IMOVINA
X3 = DOBIT PRIJE OPOREZIVANJA / UKUPNA IMOVINA
X4 = PRIHODI OD PRODAJE / UKUPNA IMOVINA
X5 = NOVAC / KRATKOROČNE OBVEZE

	X6	X7	X8	X9
Aritmetička sredina	2,267	1,312	0,699	-24,484
Medijan	0,210	0,955	0,817	0,000
Stand. devijacija	30,843	0,260	0,250	6.172,263
Koef. varijacije (%)	1.360,296	19,811	35,756	-25.208,985
Varijanca	893,811	740,743	0,105	763.318,434
Minimum	0,000	0,000	0,000	-18.377,000
Maksimum	1.456,900	1.562,000	1,000	15.582,000

X6 = DUGOTRAJNA IMOVINA / (KAPITAL + DUGOROČNE OBVEZE)
X7 = PRIHODI IZ OSNOVNE DJELATNOSTI / RASHODI IZ OSNOVNE DJELATNOSTI
X8 = DUGOROČNE I KRATKOROČNE OBVEZE / UKUPNA IMOVINA
X9 = EBIT / TROŠKOVI KAMATA

Nakon isključenja svih oblika pravnih osoba osim dioničkih društava i društava ograničene odgovornosti, te isključenja trgovačkih društava koja su u likvidaciji i poduzeća koja imaju iznos prihoda od prodaje manji od milijun kuna, učinjena je komparativna statistička analiza odabranih financijskih omjera za ovako formiran uzorak, odnosno za 109 poduzeća u stečaju i 2.090 poduzeća koja nisu u stečaju.

Komparativna statistička analiza omjera za 109 poduzeća u stečaju i 2.090 poduzeća koja nisu u stečaju predstavljena je tablicom 25.

Tablica 25. Komparativna statistička analiza omjera za 109 poduzeća u stečaju i 2.090 poduzeća koja nisu u stečaju

Statistički pokazatelj	Grupa: Z – 2.090 S – 109	Omjeri				
		X1	X2	X3	X4	X5
Aritmetička sredina	Z	0,074	0,113	0,063	2,259	0,208
	S	-0,442	0,039	0,016	0,225	1,235
Medijan	Z	0,058	0,052	0,020	1,514	0,041
	S	-0,519	0,000	0,000	0,008	0,004
Standardna devijacija	Z	0,331	0,146	0,110	3,455	2,834
	S	0,431	0,155	0,076	0,631	12,087
Koeficijent varijacije (%)	Z	446,501	129,218	175,193	152,924	1.361,899
	S	-97,618	393,914	467,906	279,937	978,732
Varijanca	Z	0,094	0,021	0,012	11,944	0,517
	S	0,186	0,024	0,006	0,398	146,084
Minimum	Z	-1,000	0,000	0,000	0,007	0,000
	S	-1,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Maksimum	Z	1,000	0,816	1,090	77,728	17,848
	S	0,994	0,951	0,638	3,469	126,228

X1 = RADNI KAPITAL / UKUPNA IMOVINA
X2 = ZADRŽANA DOBIT / UKUPNA IMOVINA
X3 = DOBIT PRIJE OPOREZIVANJA / UKUPNA IMOVINA
X4 = PRIHODI OD PRODAJE / UKUPNA IMOVINA
X5 = NOVAC / KRATKOROČNE OBVEZE

		X6	X7	X8	X9
Aritmetička sredina	Z	2,060	1,036	0,705	361,152
	S	12,672	0,424	0,906	-617,101
Medijan	Z	0,713	1,017	0,772	0,727
	S	0,074	0,292	1,000	0,000
Standardna devijacija	Z	37,929	0,303	0,253	6.271,695
	S	99,131	0,446	0,212	4.821,624
Koeficijent varijacije (%)	Z	1.841,215	29,297	35,901	1.736,578
	S	782,298	104,987	23,421	-781,335
Varijanca	Z	952,211	0,068	0,062	38.133.192,284
	S	9.826,982	0,199	0,045	23.248.062,033
Minimum	Z	0,000	0,095	0,000	-14.712,000
	S	0,000	0,000	0,006	-50.220,500
Maksimum	Z	1.392,617	7,389	1,000	179.129,000
	S	1.010,950	1,507	1,000	144,938

X6 = DUGOTRAJNA IMOVINA / (KAPITAL + DUGOROČNE OBVEZE)
X7 = PRIHODI IZ OSNOVNE DJELATNOSTI / RASHODI IZ OSNOVNE DJELATNOSTI
X8 = DUGOROČNE I KRATKOROČNE OBVEZE / UKUPNA IMOVINA
X9 = EBIT / TROŠKOVI KAMATA

Kako se u grupi S (poduzeća u stečaju) nalazi 91 trgovačkih društava nad kojima je stečajni postupak već otvoren i traje, njihovi omjeri odražavaju specifičnosti stečajnog postupka koji distanciraju poslovanje poduzeća u stečaju od redovnog poslovanja.

Omjer X5 (novac / kratkoročne obveze) bitno je veći u grupi poduzeća u stečaju nego kod 'zdravih' poduzeća, a to je stoga što se u stečajnom postupku unovčava imovina dužnika te on stoga može imati neuobičajeno puno gotovog novca.

Također, kod omjera X6 (dugotrajna imovina / [kapital + dugoročne obveze]) može se uočiti kako je on gotovo 6 puta veći kod poduzeća u stečaju nego kod 'zdravih' poduzeća, a to nije stoga što je dugotrajna imovina poduzeća u stečaju bitno veća, nego što je nazivnik u tom omjeru – kapital – značajno manji (ili ga najčešće uopće nema) nego kod 'zdravih' trgovačkih društava.

Iz ovoga je jasno kako specifičnosti stečajnog postupka koji je već započeo izobličuju omjere ovako formirane grupe trgovačkih društava u stečaju. Stoga je iz grupe poduzeća u stečaju isključeno 91 trgovačkih društava koja su na dan sastavljanja izvješća (31.12.2004.) već u stečaju, te se nastoji formirati *model predviđanja stečaja*, odnosno model koji će u razdoblju *prije* otvaranja stečajnog postupka razdvojiti i klasificirati poduzeća u dvije grupe; u grupu poduzeća koja će od tijekom slijedećeg razdoblja (u 2005. godini) otvoriti stečaj, i u drugu grupu trgovačkih društava koja će nastaviti redovno poslovati izvan stečaja, odnosno 'zdravih' poduzeća.

Analiza 91 trgovačkog društva koja se na dan 31.12.2004. nalaze u stečaju, imaju sjedište u istočnoj Hrvatskoj, a za koje se uspjelo prikupiti financijska izvješća, prikazana je tablicom 26.

Tablica 26. Pojedini statistički pokazatelji za 91 dužnika sa sjedištem u istočnoj Hrvatskoj koji se na dan 31.12.2004. nalaze u stečaju

	Aritmetička sredina	Standardna devijacija
Ukupna imovina	30,5 milijuna kuna	41,8 milijuna kuna
(Dugotr. + kratkotr. imovina) / (dugoroč. + kratkoroč. obveze)	79,35%	144,82%
Gubitak iznad visine kapitala / ukupna imovina	46,28%	36,33%
Gubitak iznad visine kapitala / (dugotr. + kratkotrajna imovina)	14,83	57,03
Kapital i rezerve / ukupna imovina	6,27%	17,63%
(Dugoročne + kratkoročne obveze) / ukupna imovina	93,52%	17,64%
Kratkotrajna imovina / kratkoročne obveze	43,81%	67,70%
Obveze prema dobavljačima	7,3 milijuna kuna	17,11 milijuna kuna
Obveze po kreditima	14,25 milijuna kuna	31,5 milijuna kuna
(Dugotrajna + kratkotrajna imovina) / obveze po kreditima	2,88	5,43

Iz tablice 26. očito je kako su analizirani stečajni dužnici prezaduženi jer u prosjeku imaju 93,52% udjela duga u pasivi, gubitak iznad visine kapitala prosječno je oko 15 puta veći od kratkotrajne i dugotrajne imovine, a kod 4 dužnika (koji su očito ekstremni slučajevi) gubitak iznad visine kapitala premašuje kratkotrajnu i dugotrajnu imovine više od 100 puta (maksimum je 393,4!).

Može se činiti kako će vjerovnici s osnove obveza po kreditima biti uredno namireni jer dugotrajna i kratkotrajna imovina u prosjeku gotovo tri puta premašuju ukupne obveze po kreditima, no aritmetička sredina ovdje nije sasvim dobar indikator stvarnog stanja jer je pod utjecajem ekstremnih vrijednosti – u 54,9% slučajeva dugotrajna i kratkotrajna imovina uopće ne pokrivaju obveze po kreditima. Također, budući se ovdje radi o stečajevima koji su već otvoreni, u nekim slučajevima već je prodana određena imovina te su neki vjerovnici s osnove obveza po kreditima već namireni, pa oko četvrtine dužnika uopće nema iskazanih obveza po kreditima.

Osim navedenoga analiza ovih stečajnih dužnika pokazuje i slijedeće:

- od 91 dužnika njih 56 (61,53%) ima 0 ili 1 zaposlenog, 10 ih ima 10 i više zaposlenih, a dva dužnika imaju preko 100 zaposlenika,
- 74 dužnika (81,31%) uopće nema ni kapitala niti rezervi nego iskazuju gubitak iznad visine kapitala,
- kod čak 83,51% dužnika suma dugotrajne i kratkotrajne imovine ne pokriva ukupne obveze, i
- u 34 slučaja (37,36%) zbroj dugotrajne i kratkotrajne imovine ne pokriva niti kratkoročne obveze prema dobavljačima.

Rezultati prethodne analize jasno ukazuju kako su to većinom potpuno „iscijeđena“ trgovačka društva, odnosno u gubicima i potpuno prezadužena te bez ikakvih mogućnosti restrukturiranja i opstanka, što potvrđuje odluku o isključenju ovih slučajeva iz uzorka.

Dakle, odlučeno je kako će se formirati model predviđanja stečaja na temelju podataka za uzorak od 18 poduzeća koja su tijekom slijedeće godine završila u stečaju, a komparativna statistička analiza financijskih omjera za 18 trgovačkih društava u stečaju u usporedbi s 2.090 trgovačkih društava nad kojima nije otvoren stečaj u 2005. godini prikazana je tablicom 27.

Tablica 27. Komparativna statistička analiza omjera za 18 poduzeća u stečaju i 2.090 poduzeća koja nisu u stečaju

Statistički pokazatelj	Grupa: Z – 2.090 S – 18	Omjeri				
		X1	X2	X3	X4	X5
Aritmetička sredina	Z	0,074	0,113	0,063	2,259	0,208
	S	-0,282	0,024	0,005	0,698	0,012
Medijan	Z	0,058	0,052	0,020	1,514	0,041
	S	-0,340	0,000	0,000	0,488	0,001
Standardna devijacija	Z	0,331	0,146	0,110	3,455	2,834
	S	0,433	0,085	0,016	0,866	0,022
Koeficijent varijacije (%)	Z	446,501	129,218	175,193	152,924	1.361,899
	S	-153,370	361,648	293,449	123,954	191,192
Varijanca	Z	0,094	0,021	0,012	11,944	0,517
	S	0,187	0,007	0,000	0,749	0,000
Minimum	Z	-1,000	0,000	0,000	0,007	0,000
	S	-0,933	0,000	0,000	0,000	0,000
Maksimum	Z	1,000	0,816	1,090	77,728	17,848
	S	0,540	0,364	0,068	3,344	0,085

X1 = RADNI KAPITAL / UKUPNA IMOVINA
X2 = ZADRŽANA DOBIT / UKUPNA IMOVINA
X3 = DOBIT PRIJE OPOREZIVANJA / UKUPNA IMOVINA
X4 = PRIHODI OD PRODAJE / UKUPNA IMOVINA
X5 = NOVAC / KRATKOROČNE OBVEZE

		X6	X7	X8	X9
Aritmetička sredina	Z	2,060	1,036	0,705	361,152
	S	0,736	0,674	0,857	-145,913
Medijan	Z	0,713	1,017	0,772	0,727
	S	0,299	0,740	1,000	-3,924
Standardna devijacija	Z	37,929	0,303	0,253	6.271,695
	S	1,007	0,322	0,238	466,393
Koeficijent varijacije (%)	Z	1.496,009	25,092	35,438	1.710,682
	S	136,884	47,750	27,741	-319,638
Varijanca	Z	952,211	0,068	0,062	38.133.192,284
	S	1,014	0,104	0,057	217.522,357
Minimum	Z	0,000	0,095	0,000	-14.712,000
	S	0,000	0,000	0,255	-1.985,286
Maksimum	Z	1.392,617	7,389	1,000	179.129,000
	S	3,348	1,104	1,000	8,646

X6 = DUGOTRAJNA IMOVINA / (KAPITAL + DUGOROČNE OBVEZE)
X7 = PRIHODI IZ OSNOVNE DJELATNOSTI / RASHODI IZ OSNOVNE DJELATNOSTI
X8 = DUGOROČNE I KRATKOROČNE OBVEZE / UKUPNA IMOVINA
X9 = EBIT / TROŠKOVI KAMATA

Kod omjera X9 jasno je kako je medijan bolja mjera centralne tendencije, jer je aritmetička sredina pod utjecajem ekstremnih vrijednosti. Uspoređujući statističke pokazatelje za grupu Z koja obuhvaća 2.090 poduzeća koja nisu u stečaju i za grupu S koja obuhvaća 18

poduzeća u stečaju u tablici 27, može se uočiti kako gotovo svi omjeri prikazuju relativno velike razlike među grupama.

S druge strane, valja uzeti u obzir kako se u uzorku od 2.090 poduzeća nalaze i pojedini slučajevi sa ekstremnim vrijednostima (*outlieri*). Ovi slučajevi iskrivljuju mjere centralne tendencije i mjere disperzije, što se može promatrati na primjerima omjera X6 - dugotrajna imovina / (kapital + dugoročne obveze), i X9 - pokriće kamata, koji imaju koeficijente varijacija 1.496,01% i 1.710,68%.

Međutim, u uzorak formiran na ovaj način, koji bi sadržavao 2.090 'zdravih' poduzeća i 18 poduzeća u stečaju, ugrađena je izrazito niska proporcija poduzeća u stečaju (18 / [2.090 + 18] = 0,85%), što posljedično vodi ka značajnom prenaglašavanju ishoda opstanka, odnosno prevelikom netočnom svrstavanju poduzeća u grupu 'zdravih' trgovačkih društava.

Kako bi se postigla realna procjena modela predviđanja stečaja smanjen je broj poduzeća u grupi 'zdravih' trgovačkih društava. Preduvjet za ovo smanjenje jest detaljnija analiza trgovačkih društava u stečaju. Stoga su trgovačka društva istočne Hrvatske nad kojima je 2005. otvoren stečaj identificirana i analizirana kako bi se mogao formirati relevantan uzorak 'zdravih' trgovačkih društava (tj. trgovačkih društava nad kojima u 2005. nije otvoren stečaj) koji će se koristiti kao protuteža, odnosno kao grupa 'zdravih' poduzeća na osnovi koje će se nastojati identificirati kriteriji prema kojima se razlikuju poduzeća nad kojima je stečaj otvoren, i ona nad kojima stečaj nije otvoren.

Izabrano je nekoliko osnovnih kriterija za analizu grupe 18 trgovačkih društava u stečaju koja se nalaze u uzorku, i to prema učestalosti u prethodnim istraživanjima. Ovi kriteriji su: djelatnost, veličina ukupne imovine, iznosi dugoročnih i kratkoročnih obveza, veličina prihoda od prodaje, i prosječan broj zaposlenika u godini.

Pregled ovih kriterija za 18 trgovačkih društava koja su u istočnoj Hrvatskoj u 2005. otvorila stečaj prikazan je u tablici 28. Imena trgovačkih društava šifrirana su, te je svako poduzeće označeno slovom, od A do S.

Tablica 28. Pregled pojedinih pozicija za 18 trgovačkih društava koja su u istočnoj Hrvatskoj u 2005. otvorila stečaj

NAZIV TRG. DRUŠTVA	SJEDIŠTE	OSNOVNA GRANA DJELATNOSTI	IZNOSI U TISUĆAMA KUNA, NA DAN 31.12.2004.				PROSJEČAN BROJ RADNIKA U GOD.
			UKUPNA IMOVINA	DUGOROČ. OBVEZE	KRATKOROČ. OBVEZE	PRIHODI OD PRODAJE	
A	Slav. Brod	Ugostiteljstvo	14.555	0	14.555	3.399	35
B	Požega	Građevinarstvo	21.783	3.632	17.227	14.146	63
C	Osijek	Građevinarstvo	1.912	0	1.912	2.325	12
D	Osijek	Trgovina	1.527	0	1.527	669	3
E	Vukovar	Građevinarstvo	2.914	200	2.714	108	28
F	Osijek	Trgovina	557	0	557	664	3
G	Osijek	Usluge	2.205	1.811	393	0	0
H	Osijek	Trgovina	16.217	9.416	5.714	35.888	31
I	Osijek	Trgovina	4.088	0	4.088	60	0
J	Osijek	Usluge	3.342	2.483	802	66	2
K	D. Miholjac	Građevinarstvo	1.377	0	1.377	907	1
L	Slav. Brod	Industrija	60.733	39.247	21.486	5.975	57
M	Pleternica	Industrija	17.708	0	4.519	11.044	114
N	Vinkovci	Trgovina	1.184	0	674	3.961	6
O	Valpovo	Građevinarstvo	3.820	198	3.622	641	1
P	D. Miholjac	Usluge	8.600	0	3.779	3.104	26
R	Knež. Vinogradi	Poljoprivreda	66.704	5.105	31.648	35.850	259
S	Požega	Industrija	29.499	4.878	17.105	22.555	103
Aritmetička sredina			14.373,61	3.720,56	7.427,72	7.853,44	41,33
Standardna devijacija			19.839,94	9.243,10	9.027,27	11.817,05	64,63
Koeficijent varijacije (u %)			138,0	248,4	121,5	150,5	156,4

U tablici 28. može se uočiti kako postoji izrazita heterogenost karakteristika trgovačkih društava koja su u istočnoj Hrvatskoj tijekom 2005. otvorila stečaj – to su poduzeća koja imaju od 0 do 259 zaposlenih, imovinu od 0,5 do 66,7 milijuna kuna, i prihode od prodaje od 0 do 35,9 milijuna kuna. Slijedom toga i koeficijenti varijacije su značajni, od 121,5% za kratkoročne obveze, do 248,4% za dugoročne obveze.

Promatrajući veličinu najveća su društva ona označena slovima *R* (s ukupnom imovinom 66,7 mil. kn i prosječno 259 zaposlenih u godini, koje se bavilo vinogradarstvom i proizvodnjom vina) i *L* (s ukupnom imovinom 60,7 mil. kn i prosječno 57 zaposlenih u godini, koje je bilo dio velikog slavonskobrodskog industrijskog koncerna, i bavilo se industrijskom proizvodnjom). Ako se u obzir uzme broj zaposlenika svakako treba spomenuti i trgovačka društva *M* (114 zaposlenih, drvna industrija) i *S* (103 zaposlena, vodoopskrba).

Što se djelatnosti tiče, trgovačka društva koja su u 2005. u istočnoj Hrvatskoj otvorila stečaj su većinom poduzeća koja se bave trgovinom ili građevinarstvom.

Na temelju rezultata analize prethodno navedenih karakteristika poduzeća u stečaju, iz baze podataka odabrana su trgovačka društva koja će se nalaziti u grupi 'zdravih' trgovačkih društava. Za svako trgovačko društvo u stečaju odabrana su 4 trgovačka društva nad kojima stečaj nije otvoren[87]. Kriteriji selekcije 'zdravih' poduzeća temelje se na osnovi karakteristika poduzeća u stečaju, a to su:

a) djelatnost,

b) veličina prihoda od prodaje proizvoda i usluga, i

c) veličina ukupne imovine.

Ovi kriteriji odabrani su jer je vrlo rano (još 1930-tih) u sličnim istraživanjima uočeno kako na izloženost riziku stečaja najviše utječu upravo vrsta djelatnosti kojim se poduzeće bavi, i njegova veličina.

Dakle, za svako trgovačko društvo u stečaju odabralo se 4 njemu slična, i to prema mjerilima djelatnosti i veličine trgovačkog društva. Na ovaj način u grupu 'zdravih' odabrano je 72 trgovačka društva, koja uz 18 trgovačkih društava nad kojima je otvoren stečaj čine uzorak od ukupno 90 dioničkih, odnosno društava ograničene odgovornosti.

'Zdrava' poduzeća označena su dodavanjem brojke uz slovo poduzeća u stečaju kojemu nalikuju. Primjerice, uz poduzeće A nad kojim je otvoren stečaj odabrana su 4 trgovačka društva koja su mu nalik, a označena su sa A1 do A4, uz B odabrana su B1 do B4, itd.

Način označavanja trgovačkih društava u uzorku prikazan je tablicom 29.

Tablica 29. Način označavanja trgovačkih društava u uzorku

Trgovačko društvo u stečaju	Odabrana slična trgovačka društva koja nisu u stečaju
A	A1, A2, A3, A4
B	B1, B2, B3, B4
⋮	⋮
S	S1, S2, S3, S4

[87] Odabrana su 4 društva za svako poduzeće u stečaju zbog softverskih ograničenja korištenog ekonometrijskog računalnog programa koji primjenjuje metodu višedimenzionalnog skaliranja, gdje ukupni broj slučajeva smije biti 90 (18*4 + 18 = 90).

Nad ovakvim uzorkom također je učinjena analiza omjera za 18 trgovačkih društava u stečaju u komparaciji sa 72 trgovačka društava nad kojima nije otvoren stečaj, te je prikazana tablicom 30.

Tablica 30. Komparativna statistička analiza omjera za 18 poduzeća u stečaju i 72 poduzeća odabrana u grupu 'zdravih' poduzeća

Statistički pokazatelj	Grupa: Z – 72 S – 18	Omjeri				
		X1	X2	X3	X4	X5
Aritmetička sredina	Z	0,194	0,146	0,053	1,736	0,266
	S	-0,282	0,024	0,005	0,698	0,012
Medijan	Z	0,164	0,066	0,017	1,496	0,088
	S	-0,340	0,000	0,000	0,488	0,001
Standardna devijacija	Z	0,276	0,179	0,084	1,490	0,521
	S	0,433	0,085	0,016	0,866	0,022
Koeficijent varijacije (%)	Z	141,973	122,596	159,408	85,859	195,848
	S	-153,370	361,648	293,449	123,954	191,192
Varijanca	Z	0,076	0,032	0,007	2,221	0,271
	S	0,187	0,007	0,000	0,749	0,000
Minimum	Z	-0,538	0,000	0,000	0,000	0,000
	S	-0,933	0,000	0,000	0,000	0,000
Maksimum	Z	0,879	0,719	0,429	7,379	3,576
	S	0,540	0,364	0,068	3,344	0,085

X1 = RADNI KAPITAL / UKUPNA IMOVINA
X2 = ZADRŽANA DOBIT / UKUPNA IMOVINA
X3 = DOBIT PRIJE OPOREZIVANJA / UKUPNA IMOVINA
X4 = PRIHODI OD PRODAJE / UKUPNA IMOVINA
X5 = NOVAC / KRATKOROČNE OBVEZE

		X6	X7	X8	X9
Aritmetička sredina	Z	0,718	1,032	0,538	18,243
	S	0,736	0,674	0,857	-145,913
Medijan	Z	0,655	1,018	0,524	0,530
	S	0,299	0,740	1,000	-3,924
Standardna devijacija	Z	0,578	0,510	0,276	258,844
	S	1,007	0,322	0,238	466,393
Koeficijent varijacije (%)	Z	80,494	49,378	51,360	1.418,874
	S	136,884	47,750	27,741	-319,638
Varijanca	Z	0,334	0,260	0,076	67.000,081
	S	1,014	0,104	0,057	217.522,357
Minimum	Z	0,000	0,000	0,000	-675,400
	S	0,000	0,000	0,255	-1.985,286
Maksimum	Z	3,193	4,915	1,000	2.043,500
	S	3,348	1,104	1,000	8,646

X6 = DUGOTRAJNA IMOVINA / (KAPITAL + DUGOROČNE OBVEZE)
X7 = PRIHODI IZ OSNOVNE DJELATNOSTI / RASHODI IZ OSNOVNE DJELATNOSTI
X8 = DUGOROČNE I KRATKOROČNE OBVEZE / UKUPNA IMOVINA
X9 = EBIT / TROŠKOVI KAMATA

Analizom tablice 30. dolazi se do podjednakih zaključaka kao i kod prethodne komparativne analize (tablica 29.). Omjer X9 pod znatnim je utjecajem ekstremnih vrijednosti, a gotovo svi omjeri prikazuju relativno velike razlike među grupama, i mogli bi biti faktori diskriminacije.

No, valja uzeti u obzir kako će se izvoditi metode temeljene na višestrukoj regresiji (diskriminacijska analiza i logit model) koje koriste ukupni učinak više nezavisnih varijabli za klasifikaciju slučajeva. Pri tome su individualne karakteristike varijabli manje bitne jer je važan njihov zajednički, kombinirani efekt u procjeni svrstavanja pojedinog slučaja u određenu grupu. Stoga varijable kod kojih se nalaze najveće razlike među grupama u statističkim pokazateljima ne moraju nužno biti one koje će se naći u diskriminacijskoj analiza i logističkoj regresiji.

6.3. Formirani modeli i njihovi rezultati

Uzorak od 9 financijskih omjera za 90 poduzeća iz 2004. godine, od kojih je nad 18 tijekom 2005. godine otvoren stečaj, korišten je kako bi se izradile karte metode višedimenzionalnih skala, te višestruka diskriminacijska analiza i logistička regresija.

Redundancija varijabli predstavlja problem i kod diskriminacijske analize, i kod logit modela jer je jedna od računskih operacija koja se provodi i invertiranje matrice varijanci/kovarijanci u modelu, a ukoliko je neka od varijabli redundantna s drugim varijablama ova matrica ne može se invertirati. Posljedično, rezultati modela nisu loši, nego se uopće ne mogu niti postići.

Budući pojedini financijski omjeri nalikuju i sadržavaju iste pozicije mogla se očekivati pojava multikolinearnosti i redundancije varijabli. Stoga su izračunati koeficijenti korelacije uz pripadajuće razine statističke signifikantnosti, a prikazani su u tablici 31.

Tablica 31. Analiza korelacija nezavisnih varijabli

	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
X1	1,0000	,5501	,3646	,2537	,3911	-,4452	,1727	-,5707	,0461
	p= ---	p=,000	p=,000	p=,016	p=,000	p=,000	p=,103	p=,000	p=,666
X2	,5501	1,0000	,1805	,2329	,4039	-,3229	,1065	-,4217	-,0168
	p=,000	p= ---	p=,089	p=,027	p=,000	p=,002	p=,318	p=,000	p=,875
X3	,3646	,1805	1,0000	,2803	,4126	-,2102	,5028	-,2491	,1772
	p=,000	p=,089	p= ---	p=,007	p=,000	p=,047	p=,000	p=,018	p=,095
X4	,2537	,2329	,2803	1,0000	,1267	-,2254	,1355	,1413	,1062
	p=,016	p=,027	p=,007	p= ---	p=,234	p=,033	p=,203	p=,184	p=,319
X5	,3911	,4039	,4126	,1267	1,0000	-,1821	,0944	-,3777	-,0325
	p=,000	p=,000	p=,000	p=,234	p= ---	p=,086	p=,376	p=,000	p=,761
X6	-,4452	-,3229	-,2102	-,2254	-,1821	1,0000	-,0520	,1207	,1693
	p=,000	p=,002	p=,047	p=,033	p=,086	p= ---	p=,626	p=,257	p=,111
X7	,1727	,1065	,5028	,1355	,0944	-,0520	1,0000	-,2904	,1466
	p=,103	p=,318	p=,000	p=,203	p=,376	p=,626	p= ---	p=,005	p=,168
X8	-,5707	-,4217	-,2491	,1413	-,3777	,1207	-,2904	1,0000	-,0150
	p=,000	p=,000	p=,018	p=,184	p=,000	p=,257	p=,005	p= ---	p=,888
X9	,0461	-,0168	,1772	,1062	-,0325	,1693	,1466	-,0150	1,0000
	p=,666	p=,875	p=,095	p=,319	p=,761	p=,111	p=,168	p=,888	p= ---

X1 = RADNI KAPITAL / UKUPNA IMOVINA
X2 = ZADRŽANA DOBIT / UKUPNA IMOVINA
X3 = DOBIT PRIJE OPOREZIVANJA / UKUPNA IMOVINA
X4 = PRIHODI OD PRODAJE / UKUPNA IMOVINA
X5 = NOVAC / KRATKOROČNE OBVEZE
X6 = DUGOTRAJNA IMOVINA / (KAPITAL + DUGOROČNE OBVEZE)
X7 = PRIHODI IZ OSNOVNE DJELATNOSTI / RASHODI IZ OSNOVNE DJELATNOSTI
X8 = DUGOROČNE I KRATKOROČNE OBVEZE / UKUPNA IMOVINA
X9 = EBIT / TROŠKOVI KAMATA

Promatraju li se koeficijenti korelacije koji su statistički signifikantni na razini $p<0,05$ može se uočiti kako ne postoje izrazito visoki koeficijenti korelacije među izabranim omjerima. Najveći koeficijenti korelacija nalaze se između omjera X1 (radni kapital / ukupna imovina) i X2 (zadržana dobit / ukupna imovina), te između X1 (radni kapital / ukupna imovina) i X8 (dugoročne i kratkoročne obveze / ukupna imovina). No, ove korelacije nisu osobito visoke i iznose -0,57 i 0,55.

Dakle, budući da redundancija nije visoka nije bilo nužno izuzimati korelirane varijable kako bi se riješio problem multikolinearnosti i kako bi se postigao kompromis kojeg opisuju Galvao, Becerra, i Abou-Seada (2004.)[88], a koji je naveden u 6.2.2.

[88] Galvao, R.K.H.; Becerra, V.M.; Abou-Seada, M.; **Ratio selection for classification models**, Data Mining & Knowledge Discovery, Vol. 8, Iss. 2, 2004., str. 151-170

6.3.1. Metoda višedimenzionalnih skala

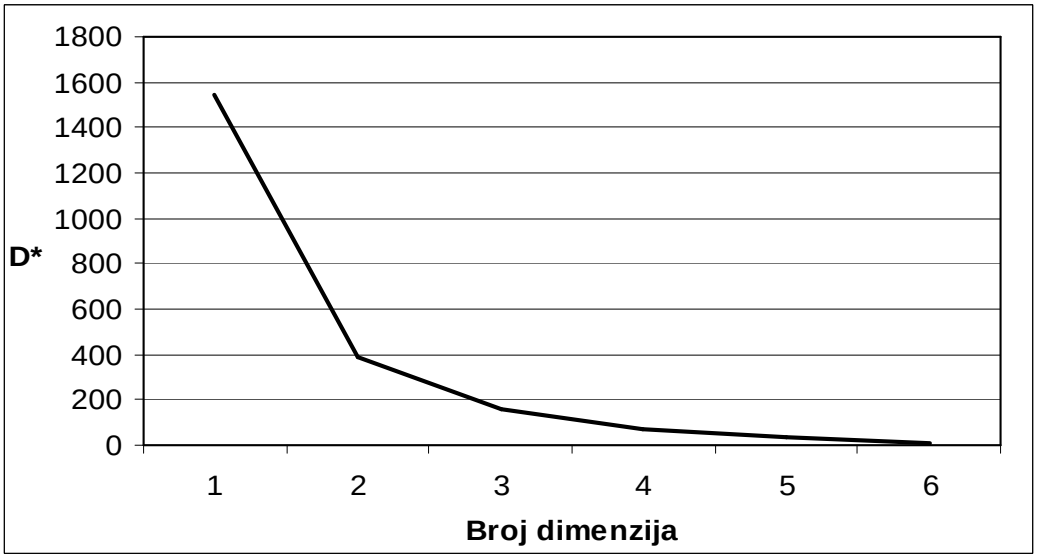
Metoda višedimenzionalnih skala računski je bitno drugačija od diskriminacijske analize i logit modela, i kod nje ne postoji problem s redundantnim varijablama, te je svih 9 omjera korišteno u primjeni metode višedimenzionalnih skala, odnosno nije uporabljena niti jedna od tehnika smanjenja broja varijabli.

Budući da su omjeri formirani od vrijednosti različitih razreda veličina, varijable su standardizirane oduzimanjem aritmetičke sredine datog omjera od osnovne vrijednosti, i zatim dijeljenjem sa standardnom devijacijom datog omjera. Na ovaj se način postižu međusobno usporedive veličine.

Nakon standardizacije načinjena je matrica korelacija 90x90 poduzeća gdje korelacije među poduzećima predstavljaju međusobne sličnosti; zatim je odabrana standardna Guttman-Lingoes početna konfiguracija uz 0 za epsilon vrijednost, a 999 za maksimalni broj iteracija za kreiranje modela.

Izračunate su individualne *D* stress* vrijednosti za 6 dimenzija iz kojih je iscrtan grafikon 13. koji sučeljava broj dimenzija i pripadajuće *D* stress* vrijednosti za svaki broj dimenzija. Ovaj grafikon koristi se za *Scree* test.

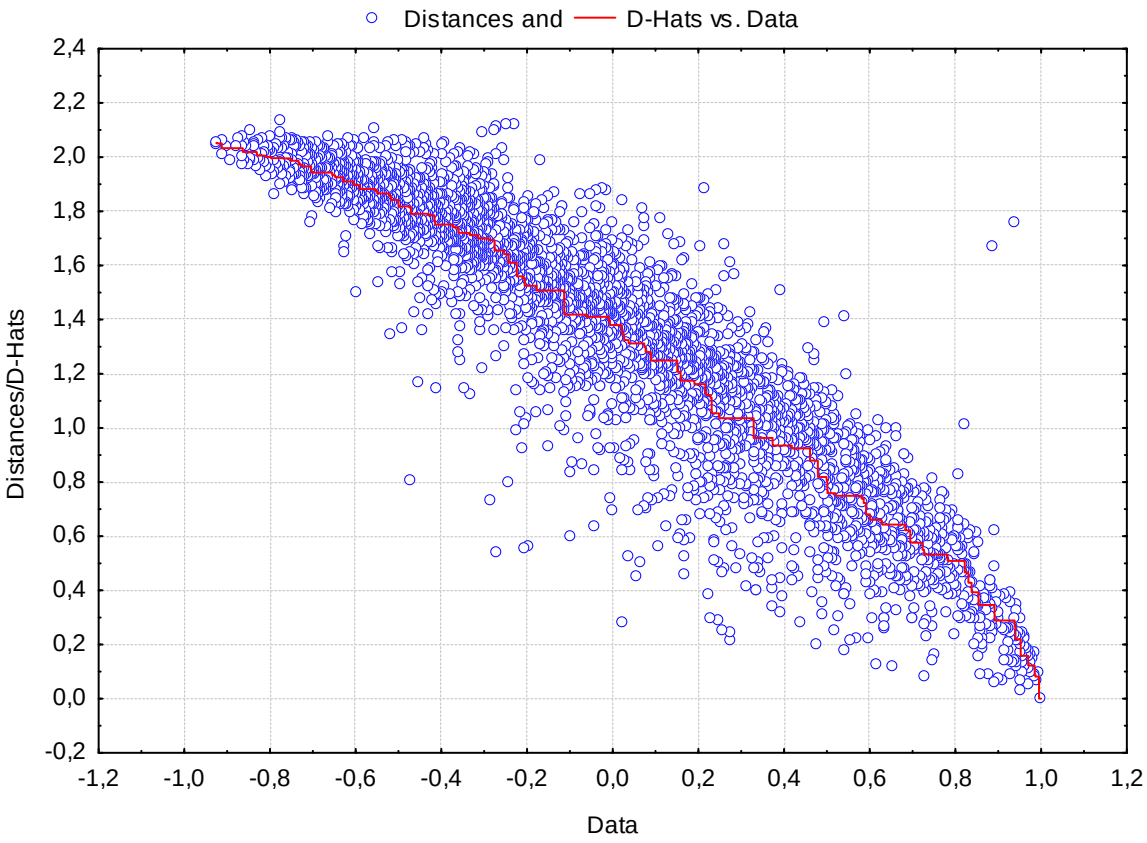
Grafikon 13. Scree test



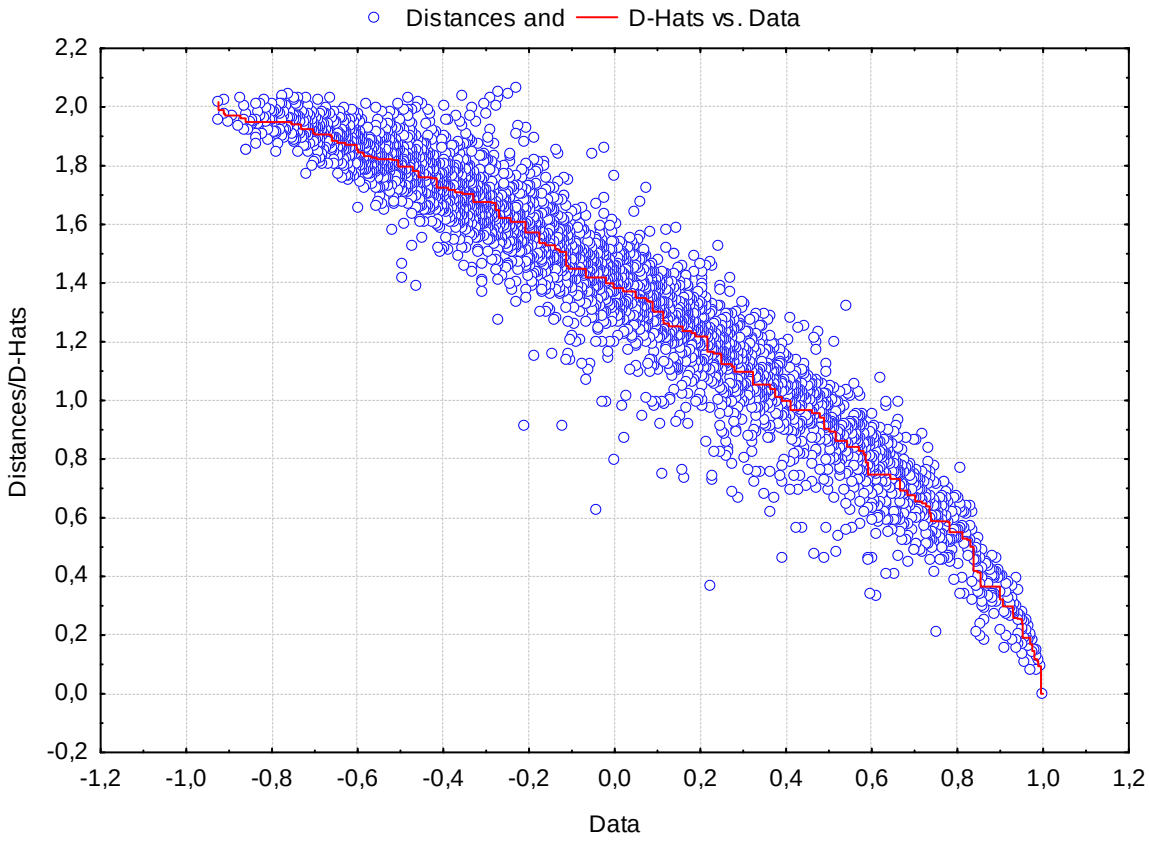
Scree test pokazao je kako bi optimalan broj dimenzija mogao biti 3 ili 4, jer nakon njih pad krivulje više nije značajan.

Kako bi se donijela ispravna odluka o izboru broja dimenzija izrađeni su i Shephardovi dijagrami za 3 i za 4 dimenzije. Dijagram za 3 dimenzije prikazan je grafikonom 14, a dijagram za 4 dimenzije prikazan je grafikonom 15.

Grafikon 14. Shephardov dijagram za 3 dimenzije



Grafikon 15. Shephardov dijagram za 4 dimenzije



Usporedbom Shephardovih dijagrama za pripadajuće 3 i 4 dimenzije (grafikoni 14 i 15) uočeno je kako 4 dimenzije predstavljaju optimalan izbor. To je stoga što Shephardov dijagram za 4 dimenzije bolje reprezentira matricu stvarnih i reprezentiranih udaljenosti, te je raspršenost udaljenosti oko krivulje očigledno manja.

Nakon izbora 4 dimenzije izračunati su rezultati metode višedimenzionalnog skaliranja: D*: Raw stress = 57,991; Alijenacija = 0,084; D-hat: Raw stress = 54,055; i Stress = 0,081.

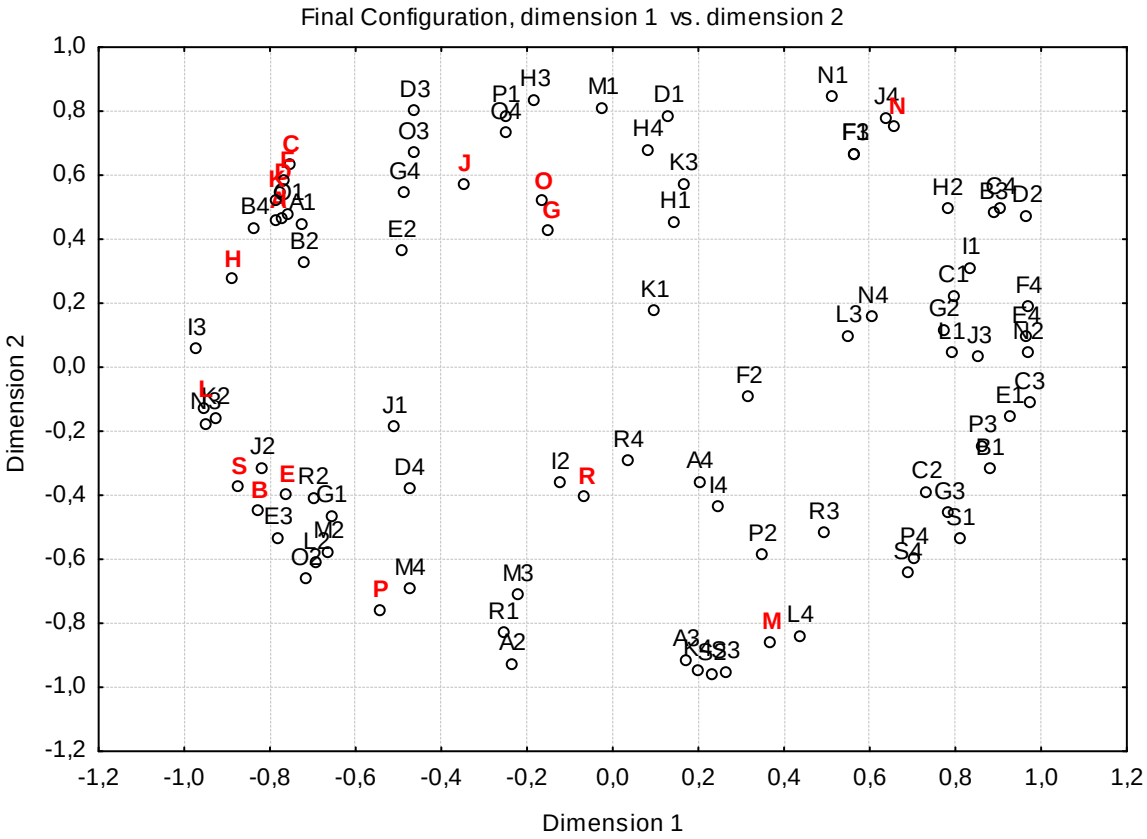
Iscrtane su karte koje interpretiraju korelacije među poduzećima kao njihove međusobne udaljenosti te ih reprezentiraju u dvodimenzionalnom prostoru. Na kartama su trgovačka društva u stečaju označena slovima od A do S i naglašena crvenom bojom, a kako je za svako trgovačko društvo u stečaju odabrano još 4 koja su mu slična ali nisu završila u stečaju, 'zdrava' poduzeća označena su dodavanjem brojke uz slovo poduzeća u stečaju

kojemu nalikuju. Dakle, poduzeća u stečaju označena su samo slovom (od A do S), a društva koja nisu u stečaju označena su i slovom i brojkom[89].

Također, nastojalo se razdvojiti poduzeća u stečaju i ona koja to nisu, te su na pojedinim grafikonima (ondje gdje je odjeljivanje bilo smisleno) naknadno ucrtane elipse kojima se pokušavaju razdijeliti grupe.

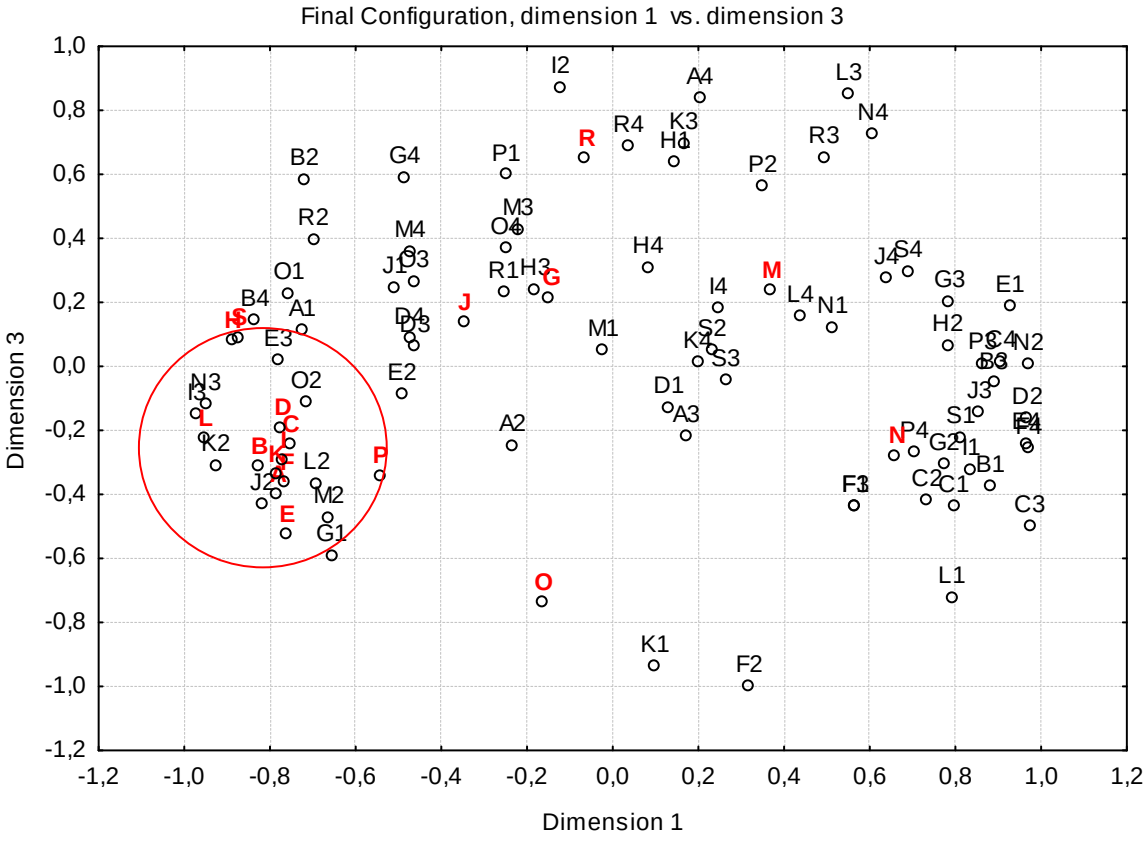
Karte metode višedimenzionalnog skaliranja prikazane su grafikonima 16 do 19.

Grafikon 16. Metoda višedimenzionalnih skala, dimenzije 1 i 2

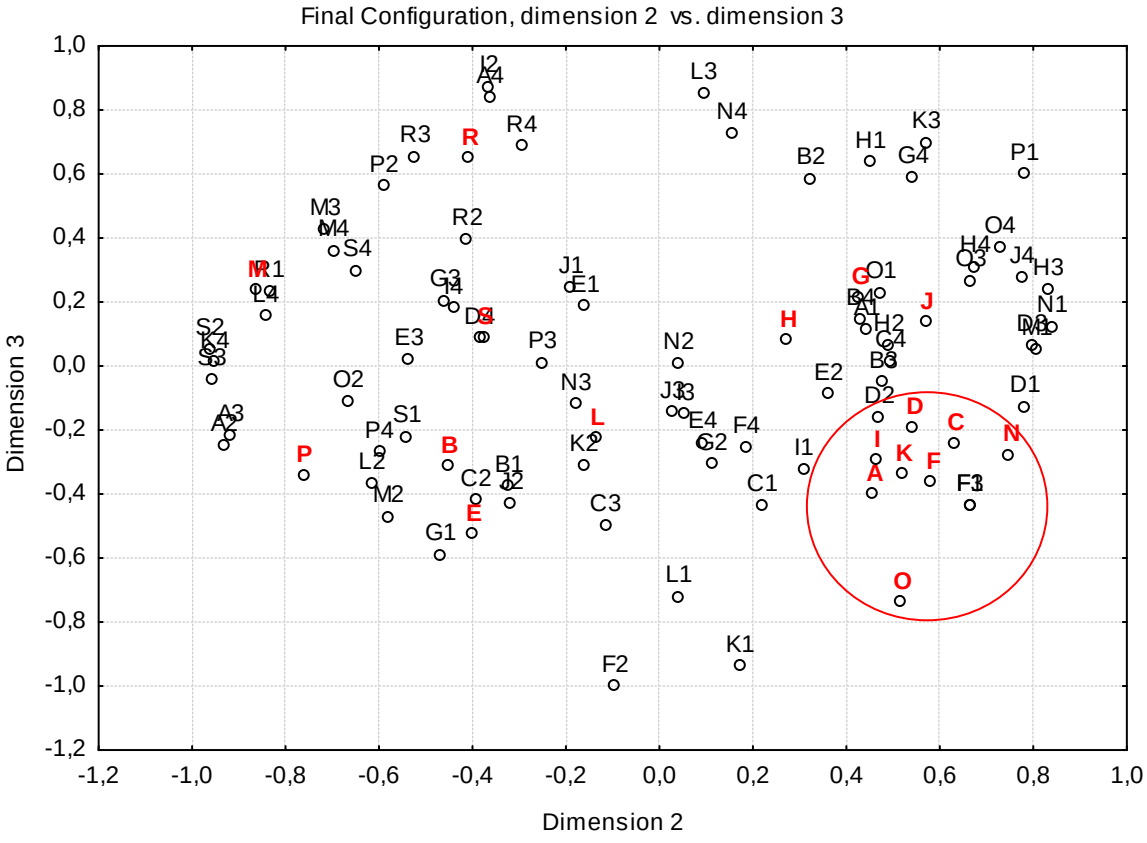


[89] Na ovaj način može se promatrati ne samo grupiranje poduzeća u stečaju i poduzeća koja nisu u stečaju, nego i grupiranje društava prema zajedničkim karakteristikama.

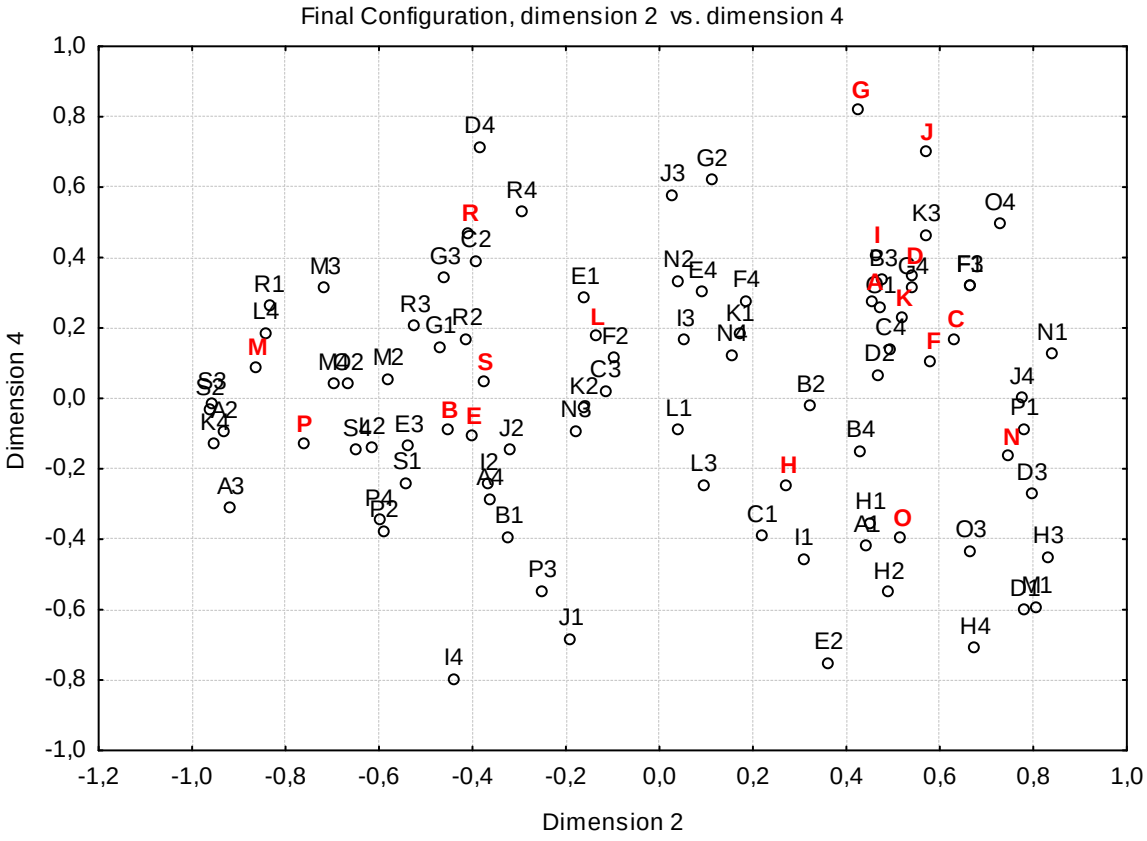
Grafikon 17. Metoda višedimenzionalnih skala, dimenzije 1 i 3



Grafikon 18. Metoda višedimenzionalnih skala, dimenzije 2 i 3



Grafikon 19. Metoda višedimenzionalnih skala, dimenzije 2 i 4



Iscrtavanjem svih karata za 4 dimenzije uočeno je kako jedino dimenzija 3 relativno dobro odjeljuje poduzeća u stečaju i ona koja nisu u stečaju. Analizom prethodnih grafikona može se uočiti kako se trgovačka društva u stečaju (naglašena crvenom bojom) i društva koja nisu u stečaju ni na jednoj karti ne mogu savršeno odvojiti, odnosno grupirati.

Najveća točnost grupiranja može se učiniti na grafikonu 17. uz dimenzije 1 i 3, gdje su razdvojena poduzeća u stečaju i poduzeća koja nisu u stečaju uz relativno nisku ukupnu točnost, no elipsa koja ih razdjeljuje proizvoljno je iscrtana (ona nije rezultat metode višedimenzionalnih skala), te je ovakva klasifikacija podložna subjektivnoj procjeni i stoga ne mora biti relevantna za prosudbu.

Sveukupno promatrano uporabom metode višedimenzionalnih skala trgovačka društva u uzorku ne mogu se grupirati na potpuno smisleni način, odnosno razdvajanje prema kriteriju pravnog statusa (u stečaju / nije u stečaju) je relativno slabo. Na osnovi rezultata metode višedimenzionalnih skala moguće je donijeti dva zaključka:

a) korišteni omjeri iz financijskih izvješća nisu sasvim dovoljni kako bi se u istočnoj Hrvatskoj učinilo grupiranje poduzeća na ona koja će otvoriti

stečaj slijedeće godine i poduzeća koja neće otvoriti stečaj, te su za pravilnu distinkciju poduzeća koja će otvoriti stečaj i ostalih poduzeća presudne neke druge varijable koje ovdje nisu uzete u obzir (može se samo spekulirati o tome koje su to "neke druge varijable": jesu li to kompetencije i kvaliteta menadžmenta, utjecaj i značenje poslovanja na lokalnu zajednicu, snaga političkih utjecaja, ili koje druge – ne može se sa sigurnošću tvrditi), i

b) omjeri bi trebali odražavati različite poslovne pozicije poduzeća koja su izložena visokom riziku stečaja i poduzeća koja nisu izložena visokom riziku stečaja, no kako to ovdje nije slučaj moglo bi se zaključiti da su omjeri kreirani iz financijskih izvješća koja su tendenciozno sastavljena, odnosno koja ne prikazuju realnu poslovnu poziciju trgovačkih društava. Stoga bi ukupna korisnost financijskih izvješća u istočnoj Hrvatskoj mogla biti upitna.

No, valja izvesti i model diskriminacijske analize i logističke regresije kako bi se dobio uvid u valjanost ovih zaključaka.

6.3.2. Diskriminacijska analiza

Poduzeća u uzorku su kodirana prema stvarnom pravnom statusu, i to *Z* za zdrava poduzeća, i *S* za trgovačka društva u stečaju. Dakle, formirane su dvije grupe poduzeća: 'zdrava' poduzeća – ona nad kojima nije otvoren stečaj u 2005. godini, i poduzeća nad kojim jest otvoren stečaj u 2005. godini; prvu grupu čini 72, a drugu 18 trgovačkih društava.

Pri specifikaciji diskriminacijske analize izabrana je backward stepwise metoda smanjenja broja nezavisnih varijabli. Stepwise metode ne rješavaju problem multikolinearnosti, nego nastoje izabrati varijable koje zajedno najviše doprinose diskriminacijskoj snazi modela, ali pritom zadržavajući uobičajenu pretpostavku kako ne postoji povezanost nezavisnih varijabli. No, kako su korelacije među omjerima uglavnom relativno minorne, svi su omjeri uvršteni u backward stepwise metodu, te inicijalnu grupu varijabli za backward stepwise diskriminacijsku analizu čini svih 9 prethodno navedenih omjera.

Backward stepwise metoda specificirana je uz standardne vrijednosti tolerancije (0,01) i *F* vrijednosti (*F* za ulaz = 11; *F* za izlaz = 10). Rezultati diskriminacijske analize nakon izvedene backward stepwise metode prikazani su u tablici 32.

Tablica 32. Sažetak rezultata diskriminacijske analize

Broj varijabli u modelu = 1; Ukupni Wilks' Lambda = 0,724 approx. F (1,88) = 33,493 p< 0,0000						
Preostale varijable	**Wilks' Lambda**	**Parcijalni Lambda**	***F*-za izlaz (1,88)**	**p-razina**	**Tolerancija**	**1-Toler. (R^2)**
X1 = RADNI KAPITAL / UKUPNA IMOVINA	1,000	0,724	33,493	0,000	1,000	0,000

Stepwise metodom iz modela je isključeno osam varijabli, te je preostala samo jedna – X1 (radni kapital / ukupna imovina), čiji je pojedinačni Wilks' lambda 1,00. Dakle, samo jedna varijabla diskriminira između dvije grupe poduzeća ('zdrava' poduzeća, i poduzeća u stečaju), a to je omjer radnog kapitala i ukupne imovine.

Ukupni Wilks lambda za navedeni model iznosi 0,724 što predstavlja vrlo dobru diskriminacijsku snagu modela (0 = nema diskriminacije, 1 = savršena diskriminacija), i to uz visoku statističku signifikantnost ($p < 1,08E-07$).

Kako je navedeno, backward stepwise metodom iz modela je isključeno osam preostalih varijabli. Rezultati za isključene varijable predstavljeni su u tablici 33.

Tablica 33. Varijable isključene backward stepwise metodom

	Wilks' Lambda	**Parcijalni Lambda**	***F* za ulaz**	**p-razina**	**Tolerancija**	**1-Toler. (R^2)**
X5	0,724	1,000	0,013	0,911	0,888	0,112
X2	0,724	1,000	0,000	0,984	0,760	0,240
X3	0,721	0,995	0,395	0,532	0,918	0,082
X9	0,690	0,953	4,338	0,040	0,994	0,006
X7	0,684	0,944	5,186	0,025	0,999	0,001
X8	0,698	0,964	3,259	0,075	0,799	0,201
X4	0,698	0,964	3,218	0,076	0,984	0,016
X6	0,662	0,914	8,157	0,005	0,733	0,267
X5	0,724	1,000	0,013	0,911	0,888	0,112

Očito je kako individualne karakteristike varijabli nisu presudne za klasifikaciju poduzeća, nego kumulativne karakteristike modela. Drugim riječima, nije bitno što jedna varijabla zasebno ima visoku diskriminacijsku snagu, nego kako ta varijabla djeluje zajedno s ostalima u konačnom modelu, jer je cilj postići visoku kumulativnu (a ne individualnu) diskriminacijsku snagu nezavisnih varijabli.

Budući da postoje dvije grupe mogu se izračunati dvije funkcije klasifikacije, a one su prikazane u tablici 34.

Tablica 34. Funkcije klasifikacije

	Z p = 0,80	S p = 0,20
X1	1,991	-2,889
Konstanta	-0,417	-2,017

Funkcije klasifikacije se mogu izraziti i na slijedeći način:

f(Z)= -0,417 + 1,991X1, i

f(S)= -2,017 – 2,889X1.

Varijable (omjeri) za pojedinačni slučaj uvrštavaju se u obje prethodno navedene funkcije, a slučaj se potom svrstava u grupu za koju je rezultat funkcije veći. A priori vjerojatnosti klasifikacije su proporcionalne veličinama grupa (80% / 20%).

Matrica uspješnosti klasifikacije prikazana je tablicom 35. Postotak točno klasificiranih u grupu *Z* iznosi 98,61% (71 točnih od ukupno 72), dok za grupu *S* iznosi 50% (9 od 18). Ukupna točnost modela za obje grupe iznosi 88,89%, odnosno ispravno je klasificirano 80 od 90 poduzeća.

Tablica 35. Matrica uspješnosti klasifikacije

	Postotak točnosti	Z p=0,80	S p=0,20
Z	98,61	71	1
S	50,00	9	9
Ukupno	**88,89**	80	10

U matrici klasifikacije (tablica 35.) može se uočiti kako su netočno svrstana uglavnom samo poduzeća u stečaju, dok su gotovo sva 'zdrava' poduzeća ispravno klasificirana. Dakle,

model je za 9 poduzeća (50%) koja su završila u stečaju predvidio kako ona nemaju bitnih poteškoća, odnosno kako im nije mjesto u grupi poduzeća u stečaju.

U tablici 36. prikazane su klasifikacije poduzeća u stečaju (klasifikacija 'zdravih' poduzeća nije iznesena zbog njihove brojnosti i velikog prostora kojeg bi zahtijevao taj prikaz).

Tablica 36. Klasifikacija poduzeća u stečaju

Šifra poduzeća	Stvarna klasifikacija	1 p=0,80	2 p=0,20
A	S	S	Z
B	S	S	Z
C	S	S	Z
D	S	S	Z
E	S	S	Z
F	S	S	Z
*G	S	Z	S
*H	S	Z	S
I	S	S	Z
*J	S	Z	S
K	S	S	Z
*L	S	Z	S
*M	S	Z	S
*N	S	Z	S
*O	S	Z	S
P	S	S	Z
*R	S	Z	S
*S	S	Z	S
NAPOMENA: Krive klasifikacije označene su zvjezdicom (*)			

Podaci iz tablice 36. jasniji su uz naknadne vjerojatnosti klasifikacije poduzeća u stečaju, a koje se nalaze u tablici 37.

Tablica 37. Naknadne vjerojatnosti klasifikacije poduzeća u stečaju

Šifra poduzeća	Stvarna klasifikacija	Z p=0,80	S p=0,20
A	S	0,050	0,950
B	S	0,444	0,556
C	S	0,210	0,790
D	S	0,284	0,716
E	S	0,197	0,803
F	S	0,075	0,925
*G	S	0,986	0,014
*H	S	0,788	0,212
I	S	0,168	0,832
*J	S	0,933	0,067
K	S	0,083	0,917
*L	S	0,528	0,472
*M	S	0,909	0,091
*N	S	0,940	0,060
*O	S	0,562	0,438
P	S	0,442	0,558
*R	S	0,940	0,060
*S	S	0,780	0,220
NAPOMENA: Krive klasifikacije označene su zvjezdicom (*)			

Od 'zdravih' trgovačkih društava samo poduzeće šifrirano kao *L2* nije ispravno klasificirano, i to uz naknadnu vjerojatnost svrstavanja u grupu poduzeća u stečaju od 73,64%.

Premda Wilks lambda kao mjera ukupne diskriminacije modela iznosi vrlo dobrih 0,72 i ukupna točnost je prilično visoka (gotovo 90%) treba uočiti kako je model donekle prenaglasio poduzeća bez poslovnih poteškoća, odnosno ona koja nisu završila u stečaju, te ima opću tendenciju svrstavanja slučajeva u grupu 'zdravih' poduzeća. Točno pola (50%) trgovačkih društava u stečaju je ispravno klasificirano, a ostala prema korištenim financijskim omjerima više nalikuju 'zdravim' trgovačkim društvima.

6.3.3. Logit model

Za logit model korišten je isti uzorak podataka kao i kod diskriminacijske analize: financijski omjeri za 90 poduzeća istočne Hrvatske prema podacima za 2004. godinu.

Poduzeća u grupi S (u stečaju) kodirana su kao 0, a poduzeća u grupi Z ('zdrava') kao 1. Na ovaj način rezultat logističke regresije će predstavljati vjerojatnost da poduzeće ne

završi u stečaju. Korištena je backward stepwise tehnika smanjenja broja nezavisnih varijabli, a rezultati logističke regresije predstavljeni su tablicom 38.

Tablica 38. Rezultati logističke regresije

Logit model, binarna zavisna varijabla (Z / S), uz backward stepwise isključenje varijabli				
Zadržane varijable	**PROCJENA**	**STAND. GREŠKA**	**WALD STAT.**	**p RAZINA**
KONSTANTA	0,351	0,734	0,229	0,632
X1 = radni kapital / ukupna imovina	6,272	1,996	9,871	0,002
X6 = dugotr. imovina / (kapital + dugoroč. obveze)	1,163	0,663	3,081	0,079

Kod logit modela preostale su dvije varijable. Jednako kao i kod diskriminacijske analize najveći doprinos klasifikaciji u modelu daje omjer radnog kapitala i ukupne imovine, a uz njega kod logističke regresije nakon isključenja ostalih varijabli preostao je i omjer X6 koji prikazuje odnos „dugih“ pozicija u bilanci.

Model se može učiniti preglednijim ako se izrazi jednadžbom:

$$Y = \frac{e^{(6,272X1+1,163X6)}}{1+e^{(6,272X1+1,163X6)}}$$

Jasno je naočigled kako prethodna jednadžba uvijek isporučuje rezultate u intervalu <0, 1>, te se ovi rezultati mogu promatrati i kao vjerojatnosti stečaja kao izglednog ishoda poslovanja.

Sučeljavanjem promatranih (stvarnih) vrijednosti i vrijednosti dobivenih logit modelom može se vidjeti opseg veličine reziduala koji predstavljaju razliku, tj. pogrešku procjene. Nizak red veličina reziduala ukazuje na visoku točnost modela, i obratno.

Promatrane i predviđene vrijednosti logit modela, te reziduali prikazani su tablicom 39. Ondje su navedene vrijednosti iskazane samo za poduzeća u stečaju zbog ograničenog prostora prikaza.

Tablica 39. Promatrane i predviđene vrijednosti logit modela, te reziduali za poduzeća u stečaju

	Promatrane vrijednosti	Predviđene vrijednosti	Reziduali
A	0	0,004	-0,004
*B	0	0,777	-0,777
C	0	0,032	-0,032
D	0	0,052	-0,052
*E	0	0,594	-0,594
F	0	0,007	-0,007
*G	0	0,977	-0,977
*H	0	0,745	-0,745
I	0	0,023	-0,023
*J	0	0,849	-0,849
K	0	0,008	-0,008
L	0	0,498	-0,498
*M	0	0,899	-0,899
*N	0	0,913	-0,913
O	0	0,228	-0,228
P	0	0,484	-0,484
*R	0	0,922	-0,922
*S	0	0,781	-0,781
NAPOMENA: Kriva svrstavanja označena su zvjezdicom (*)			

Jednako kao i kod diskriminacijske analize, većina poduzeća koja nisu u stečaju ispravno su svrstana, te su u grupi 'zdravih' trgovačkih društava nalazi samo jedna kriva procjena (poduzeće kodirano kao L2, koje je krivo svrstano i kod diskriminacijske analize). Klasifikacija prema logit modelu prikazana je u tablici 40.

Tablica 40. Klasifikacija prema logit modelu

	Predviđeno Z	Predviđeno S	Postotak točnosti
Z	72	0	100,00
S	9	9	50,00
Ukupna točnost: **90,00**% (81 od 90)			

Može se uočiti visoka ukupna točnost modela, a u tablici 40. također je vidljiva sličnost sa rezultatima diskriminacijske analize. Logit model ima sklonost ka svrstavanju poduzeća u stečaju u grupu 'zdravih' poduzeća, te polovinu poduzeća u stečaju neispravno "prepoznaje" kao poduzeća koja nisu u stečaju, ali je postignuta potpuna točnost u grupi 'zdravih' poduzeća (100%).

6.3.4. Interpretacija rezultata

Rezultati metode višedimenzionalnog skaliranja, diskriminacijske analize i logit modela ujednačeni su i vode ka istim zaključcima. Na rezultatima metode višedimenzionalnih skala (odnosno dvodimenzionalnim kartama) nije se moglo potpuno efikasno grupirati ili odijeliti poduzeća nad kojima je otvoren stečaj i poduzeća koja nisu skončala stečajem. Metode temeljene na višestrukoj regresiji (diskriminacijska analiza i logit model) rezultiraju statistički signifikantnim i relativno dobrim modelima koji iskazuju dobru ukupnu točnost (88,89% i 90,00%), a Wilks' lambda kod diskriminacijske analize iznosi 0,72 što predstavlja vrlo dobru diskriminacijsku snagu modela. Pri razlučivanju poduzeća u stečaju i van stečaja najkorisnijim se pokazao omjer radnog kapitala i ukupne imovine.

S druge strane, izvedeni modeli ne iskazuju visoku točnost svrstavanja poduzeća koja su u stečaju, te ih dobrim dijelom klasificiraju kao 'zdrava' društva, odnosno ne uspijevaju sasvim dobro izolirati karakteristike trgovačkih društava u stečaju koje ih distanciraju od trgovačkih društava koja nisu u stečaju.

Dakle, temeljem pokazatelja formiranih iz financijskih izvješća iz prethodne godine, i njihovom uporabom u navedenim ekonometrijskim metodama ne uspijevaju se potpuno dobro izolirati i identificirati specifične karakteristike trgovačkih društava nad kojima se u istočnoj Hrvatskoj otvara stečaj u tekućoj godini, a koje bi ih razlikovale od karakteristika trgovačkih društava koja regularno nastavljaju poslovati izvan stečaja.

Iz ovoga se mogu izvesti dva zaključka:

1. Omjer radnog kapitala i ukupne imovine vrlo je bitan pri procjeni izloženosti riziku stečaja, ali ne i potpuno dovoljan kako bi se u istočnoj Hrvatskoj učinilo grupiranje poduzeća na ona koja će otvoriti stečaj tijekom slijedeće kalendarske godine, i poduzeća koja neće otvoriti stečaj. Za pravilnu distinkciju poduzeća koja će otvoriti stečaj i poduzeća koja neće završiti u stečaju nisu presudni samo financijski pokazatelji, već bitnu ulogu igraju i neke druge varijable koje u ovom istraživanju nisu uzete u obzir. Može se samo spekulirati o tome koje su to druge varijable: jesu li to kompetencije menadžmenta, utjecaj i značenje poslovanja na lokalnu zajednicu, snaga političkih utjecaja, ili koji drugi kvalitativni pokazatelji – ne može sa sigurnošću tvrditi jer je pristup

kvalitativnim pokazateljima ograničen, te oni stoga u ovom radu nisu korišteni. Dakle, može se pretpostaviti kako su prikazana financijska izvješća uglavnom vjerodostojna, i kako su slijedom toga i omjeri realna slika stanja poduzeća, ali ti omjeri ne igraju najvažniju ulogu u tome hoće li poduzeće završiti u stečaju ili neće.

2. Može se i posumnjati u vjerodostojnost financijskih izvješća, odnosno u sliku poslovnog položaja koju stvaraju omjeri formirani iz ovih izvješća. Financijski omjeri bi trebali odražavati bitno različite poslovne pozicije onih poduzeća koja su izložena visokom riziku stečaja, i onih poduzeća koja nisu izložena visokom riziku stečaja. Stečaj najčešće ne nastupa odjednom nego je rezultat kumulacije poslovnih poteškoća, a financijska izvješća sastavljena u godini prije otvaranja stečaja trebala bi održavati razinu poslovnih poteškoća na kojoj se trgovačko društvo nalazi. Kako to u istočnoj Hrvatskoj često nije slučaj moglo bi se zaključiti da su omjeri kreirani iz financijskih izvješća koja su nerealna, odnosno koja ne prikazuju stvarnu poslovnu poziciju trgovačkih društava. Stoga bi za kreiranje vjerodostojnih modela predviđanja stečaja bilo potrebno pribaviti kvalitetnije izvore informacija. Nažalost, to trenutno nije moguće jer je baza financijskih izvješća koja je služila kao osnova za provedeno istraživanje izloženosti riziku stečaja (za sada) najvjerodostojniji mogući izvor podataka kojega je uopće moguće pribaviti u Republici Hrvatskoj[90].

Rezultati u svakom slučaju potvrđuju podudarnost nalaza kvalitativnog istraživanja (poglavlje 5.) i kvantitativnog istraživanja (poglavlje 6.).

Naime, navedeno je kako insolventnim trgovačkim društvima nadležne državne institucije dopuštaju redovno poslovanje kao da se ništa bitno ne događa, a kažnjavanje odugovlačenja sa pokretanjem stečaja je u pravom smislu riječi "mrtvo slovo na papiru", te se u Hrvatskoj stečajevi ne pokreću na vrijeme. Stoga su u uzorku u grupi 'zdravih' poduzeća najvjerojatnije sadržani slučajevi poduzeća u poteškoćama kojima prijeti stečaj, ali se kod njih stečaj ne pokreće, te su ovi slučajevi stoga pred-svrstani u grupu 'zdravih' poduzeća.

[90] Ovaj izvor ujedno koriste i banke koje posluju u istočnoj Hrvatskoj pri procjeni rizičnosti svojih klijenata, te bi ovaj zaključak posljedično doveo u pitanje i procjene rizika banaka koje posluju na području istočne Hrvatske.

Budući su diskriminacijska analiza i logit model u ovom radu formirani na prethodno opisanom uzorku podataka, ove su metode prenijele tendenciju populacije, a ta je da poduzeća u poteškoćama u istočnoj Hrvatskoj posluju redovito kao 'zdrava' trgovačka društva. Optimalni se model stoga procjenjivao na osnovi izvješća poduzeća koja su realno u poteškoćama, ali koja su pred-klasificirana kao 'zdrava'.

Posljedično, i diskriminacijska analiza i logit model podbacuju u klasifikaciji poduzeća u stečaju, a s druge strane 'zdrava' poduzeća odlično sortiraju u vlastitu grupu. Također, metodom višedimenzionalnih skala ne uspijeva se potpuno dobro razdijeliti i odvojiti grupe poduzeća u stečaju i 'zdravih' poduzeća.

Kao moguće rješenje ovog problema može se predložiti uvođenje kvalitativnih varijabli koje bi opisivale kvalitetu menadžmenta i druge bitne aspekte poslovanja, a koji nemaju direktan odraz u financijskim izvješćima. Nažalost, u ovom istraživanju to nije bilo moguće, što zbog ograničenih resursa, što zbog nedostatka i nepristupačnosti kvalitativnih podataka.

Konačno se može istaći kako ekonometrijski modeli na relativno velikom uzorku podataka uspoređujući poduzeća u stečaju i ona koja nisu u stečaju, prepoznali samo omjer radnog kapitala i ukupne imovine kao bitan element financijskih izvješća koji bi poduzeća u stečaju razlikovao od 'zdravih' poduzeća. Dakle, čak ni u situaciji kada je u istočnoj Hrvatskoj poslovanje vrlo loše, odnosno kada financijski pokazatelji (omjeri) ukazuju na zabrinjavajući poslovno-financijski položaj, još uvijek se ne mora očekivati otvaranje stečaja.

Premda se ova analiza provodila na uzorku poduzeća iz istočne Hrvatske, rezultati bi se mogli aproksimirati i za druge manje razvijene regije Republike Hrvatske, a bitno drugačiji rezultati istraživanja mogli bi se očekivati tek na podacima za natprosječno razvijene hrvatske regije (Zagreb, Istra).

U budućim istraživanjima svakako bi vrlo korisno bilo uvesti i kvalitativne nezavisne varijable koje bi opisivale kvalitetu i kredibilnost menadžmenta dužnika, čime bi se bitno nadopunio sadržaj financijskih izvješća.

7. Zaključak

Stečaj je sastavni dio života brojnih trgovačkih društava, a u određenim državama i građana (fizičkih osoba). Premda su trgovačka društva, kao pravne osobe, sazdana na temelju pretpostavke trajnog poslovanja, odnosno s pretpostavkom beskrajnog vremenskog horizonta života (tj. poslovanja), u praksi postoje tek rijetka društva koja su uspjela dugotrajno opstati. Dakle, stečaj je dio svakodnevnog poslovnog života, i kao takav predodređen je i ekonomistima kao objekt interesa.

Stečajni se režim nerijetko smatra ključnim dijelom tržišne ekonomije. Sposobnost efikasnog rješavanja normalnih stečajeva omogućava efektivno funkcioniranje gospodarstva. Ekonomske znanosti (npr. financije, kvantitativna ekonomija, ekonomika poduzetništva, management – i to uz naglasak na krizni management, itd.) u području stečaja mogu dati osobit doprinos svim tijelima stečajnog postupka (stečajnom sucu, stečajnom upravitelju, odboru vjerovnika) kao i stečajnom sustavu općenito, i to s nekim od slijedećih ciljeva:

a) (dopuštenog) izbjegavanja stečaja u situaciji kada se on još može izbjeći, odnosno restrukturiranjem izvan stečaja,
b) restrukturiranja u stečaju, i to onih dužnika za čije restrukturiranje postoji racionalno-ekonomsko opravdanje, ili
c) efikasne likvidacije stečajnog dužnika u situaciji kada njegovo poslovanje nije održivo i/ili ekonomski opravdano.

Svako trgovačko društvo nad kojim se otvara stečaj je u poslovnim i financijskim poteškoćama, ali svako od tih društava ne mora biti *ekonomski neefikasno*. Ekonomska efikasnost za trgovačko društvo u poteškoćama znači da ne postoji alternativni način uporabe njegove imovine koji bi donio veći prinos.

Stečajna procedura treba imati za cilj spašavanje ekonomski efikasnih stečajnih dužnika, no upravo klasificiranje dužnika na ekonomski efikasne i ekonomski neefikasne pokazuje se iznimno zahtjevnim. To je stoga što je preduvjet za ovu klasifikaciju determiniranje vrijednosti imovine dužnika u slučaju kada je ona angažirana u svojoj najboljoj alternativnoj uporabi. Ta se vrijednost ne može pronaći ni u računovodstvu niti u financijskim

izvješćima, već se može samo procjenjivati. Izbor metode procjene, očito je, utječe na ishod analize alternativne vrijednosti imovine.

Karakteristike stečajnog sustava bitno utječu na mikroekonomsku razinu gospodarstva, odnosno na razvijenost poduzetništva. Makroekonomska je stabilnost također određena kvalitetom stečajnog sustava, što se osobito uočilo nakon velike krize azijskih tržišta krajem 1990-tih i početkom tisućljeća koja je velikim dijelom bila posljedica neadekvatnih stečajnih sustava. Nakon ove krize ponovno se uvidjela važnost stečajne procedure, te se u razdoblju nakon toga može promatrati val akademskog interesa za područje stečajeva koji je rezultirao brojnim radovima. Na makro razini treba spomenuti i utjecaj stečajnog sustava na opću razinu kamatnih stopa, jer pouzdanost naplate utječe na spremnost zajmodavaca za pozajmljivanjem.

No, prije svega valja spomenuti središnju ulogu stečaja, a to je promocija reorganizacije, odnosno promicanje restrukturiranja u stečaju. Restrukturiranje u stečaju smatra se ključnim i prvim ekonomskim principom stečaja, jer stečaj ne mora nužno značiti smrt trgovačkog društva, nego to može biti i proces katarze iz kojeg će trgovačko društvo izaći sanirano, te će opstati i nakon stečaja u više ili manje izmijenjenom obliku. LoPucki i Doherty (2007.)[1] pokazuju kako se u SAD-u restrukturiranjem u stečaju uspije u prosjeku zadržati 80 do 91% knjigovodstvene vrijednosti stečajnog dužnika, dok se likvidacijom uprihodi prosječno 35% knjigovodstvene vrijednosti stečajnog dužnika. Dakle, rasprodajom se nepovratno uništi i više nego dvostruki iznos vrijednosti koji se uspije zadržati restrukturiranjem u stečaju.

U središtu procesa restrukturiranja u stečaju jest procjena vrijednosti dužnika *kao cjeline*. Najčešće se vrjednovanje temelji na kapitalizaciji očekivanih budućih novčanih tijekova, što uključuje predviđanje budućih prihoda i svođenje na sadašnju vrijednost uz prikladnu diskontnu stopu. Ukoliko je dobivena vrijednost veća od likvidacijske sume restrukturiranje u stečaju je opravdano.

[1] LoPucki, Lynn; Doherty, Joseph; **Bankruptcy Fire Sales**, Michigan Law Review, Vol. 106 Issue 1, 2007, str. 1-59.

Nešto manje brojke prikazuju Alderson i Becker (1995.) , no tendencija je ista: navedeni autori tvrde kako se likvidacijom u prosjeku izgubi oko trećine vrijednosti koju društvo ima kao cjelina.

No, metode procjene vrijednosti dužnika kao cjeline u Hrvatskoj su primjenjive samo uz određenu ogradu. Ove se metode oslanjaju na razvijeno i stabilno tržište, odnosno na tržište koje dugoročno i sustavno procjenjuje sva poduzeća i njihove performanse. U Hrvatskoj ne postoji ni dugoročna (razdoblje promatranja je u najboljem slučaju 15 godina), ni razvijena, ni stabilna komponenta tržišta.

Tako je trošak vlastitog kapitala osobito teško procijeniti jer u Hrvatskoj ne postoji dugotrajno stabilno razdoblje čiji bi podaci bili osnova za kalkulacije. Političko-ekonomski preokreti u široj regiji predstavljaju konstantno prisutnu varijablu koja rezultira periodičnim udarcima na tržište, uz ovo učinjene su i pripremaju se duboke i temeljne reforme (npr. u trenutku pisanja ovog rada očekuje se novi Zakon o tržištu kapitala koje će uvesti umnogome novu regulativu), a financijsko tržište se u biti još uvijek ustrojava (tek izlaskom dionica T-HT i šira se javnost uključila na financijska tržišta).

Teorija restrukturiranja u stečaju počiva na potencijalnim ekonomskim i socijalnim prednostima koje proizlaze iz procesa sanacije poduzeća u poteškoćama, te očuvanja imovine umjesto likvidacije u kojoj koristi imaju isključivo i jedino vjerovnici. Opravdanje se pronalazi u uvjerenju (utemeljenom na provedenoj analizi) kako će dužnik imati veću vrijednost ukoliko nastavi poslovati nego ako se rasproda na tržištu, a kako rehabilitacija redovito traje više godina potrebno je koristiti koncept vremenske vrijednosti novca, odnosno procedure diskontiranog novčanog tijeka.

Ako je dužnik u stanju nastaviti doprinositi dobra i usluge za društvo u vrijednosti većoj od oportunitetnog troška tada će proces restrukturiranja u stečaju biti od koristi, te će se povrh toga zadržati prihodi za: a) radnike, koji će imati posao i priljev novca za uzdržavanje svojih obitelji, b) dobavljače, koji će zadržati kupca, i c) državu i jedinice lokalne uprave i samouprave, koji će imati jednog obveznika više. Ove se prednosti trebaju komparirati s direktnim i indirektnim troškovima stečaja.

Budući da se u Hrvatskoj ne provodi zakon prema kojim bi se odgađanje stečaja adekvatno sankcioniralo, vrlo se malo stečajeva pokreće na vrijeme, te se u razdoblju prije stečaja imovina dužnika namjerno ili nenamjerno otuđuje. Kada se stečaj konačno otvori najčešće ne preostaje ništa drugo nego ga odmah i zaključiti zbog nedostatka imovine kojom bi se pokrili troškovi postupka. Kao dokaz može se predočiti podatak kako je pri trgovačkom

sudu u Osijeku tijekom 2005. godine otvoreno 69 stečajeva, a od toga 55 (79,7%)[2] ih je odmah i zaključeno (dakle, stečaj je jednim rješenjem otvoren i odmah obustavljen, odnosno zaključen) jer ne postoji imovina iz koje bi se naplatili troškovi postupka. Dakle, preko tri četvrtine ovih poduzeća već je potpuno ogoljeno od imovine.

Samo pravodobno otvorenje stečaja može dovesti do eventualnog restrukturiranja. No, valja uočiti i kako menadžment u Hrvatskoj gotovo uopće nema motiva za otvaranje stečaja. Budući se zakon kojim se odgađanje stečaja penalizira ne provodi, ne postoji strah od kažnjavanja, a kako u stečaju potpuno gubi svoj položaj, menadžment nema interesa da se stečaj otvori. Budući da zastupaju vlasnike, a oni u stečaju gube svoju imovinu (jer ona prelazi u ruke vjerovnika), ni to ih ne motivira da otvore stečaj. Svrha stečajnog postupka je tada reducirana i iskrivljena, te se gube sve potencijalne ekonomske koristi. O ozdravljenju nema govora, a institucije su svedene na ulogu mrtvozornika koje još samo trebaju deklarirati ono što je sasvim očito – smrt poduzeća.

Kako bi se dobio bolji uvid u praktične probleme stečajnih postupaka u Republici Hrvatskoj, provedene su ankete stečajnih praktičara i stečajnih pisarnica. Analiza rezultata uvelike je pomogla identifikaciji problema i njihovih mogućih rješenja.

Uočeno je kako se u Hrvatskoj se praktično provodi iznimno malo restrukturiranja u stečaju („stečajnih planova“). Insolventne pravne osobe broje se u desetcima tisuća, no malo se njih zaista i nađe u stečaju, premda postoje zakonske pretpostavke za otvaranje stečaja. Uz malenu proporciju otvorenih stečajeva u odnosu na broj insolventnih subjekata, još je manji udio provedenih restrukturiranja u stečaju: u promatranom razdoblju od 2000 do 2006 broj predmeta je jedva dvoznamenkast. S druge strane, postoji trend rasta nepodmirenih dospjelih obveza, iznosi na blokiranim računima se gomilaju i sad već premašuju 16 milijardi kuna, a najveći dio njih stvaraju neaktivne pravne osobe bez zaposlenih u dugoročnim blokadama (preko godine dana), i to s šireg područja Zagreba.

Promatra li se stečajno-pravni sustav u praksi, može se uočiti kako zasebno, samostalno, i specijalizirano trgovačko pravosuđe nije univerzalno, već (osim u Hrvatskoj) postoji i u još nekoliko Europskih zemalja. No, samo postojanje trgovačkog sudstva ne jamči automatski i njegovu kvalitetu. Hrvatski se stečajni suci još uvijek bore s preprekama kao što su slaba edukacija, nedostatak komunikativnosti, transparentnosti, i pristupačnosti, te

[2] Izvor: Trgovački sud u Osijeku

nepostojanje stručne literature koja bi im bila dostupna koju bi mogli konzultirati u nedoumici.

U javnosti se suci (i općenito, i stečajni suci) često promatraju kroz prizmu nedodirljivosti i nepogrešivosti, za što su dijelom i sami odgovorni. Ovo može potvrditi izjava suca Visokog trgovačkog suda Republike Hrvatske: „Međutim, građani ne mogu suditi sucima ni ocjenjivati njihove odluke. Oni naprosto za to nemaju stručnu spremu isto kao što pacijent nema stručno znanje da bi ocijenio je li ga liječnik pravilno liječio.“[3] Iz ovoga proizlazi kako građani nemaju pravo na kritiku sudaca, te suci nisu dužni odgovarati nikome. Pitanja ne samo da ostaju neodgovorena, već su zabranjena u samom začetku.

Ovakvim stavom transparentnost stečajnog postupka svedena je na najnižu mjeru. Sudac donosi odluke koje su u naravi dogme: ne smije ih se analizirati, i ne podliježu kritici. Zaboravlja se kako se svaka odluka mora obrazložiti, i to na način koji mora bit razumljiv strankama u postupku, te kako sudovi i suci nisu sami sebi svrha, nego su prije svega servis građana. Ne samo da su dužni odgovarati građanima jer zbog njih i postoje, nego su to dužni i stoga jer ih građani / porezni obveznici za to plaćaju. Preostaje jedino nadati se kako je ovo individualni, a ne generalni stav trgovačkih sudaca.

No, pogrešno bi bilo svu odgovornost za prilično loše stanje u sudstvu (pa tako i trgovačkom/stečajnom sudstvu) svaliti na suce. Zakonodavci prečesto propisuju pravila neprovediva u praksi, suci rade u lošim uvjetima, u njihovu stručnost uopće se ne investira, a opet – od njih se očekuje vrlo mnogo. Isti je problem sa stručnom literaturom – suci moraju sami nabavljati svu građu koja im je potrebna za kvalitetan rad.

Stečajni upravitelji, s druge strane, najčešće su odvjetnici, i posao upravitelja najčešće obavljaju kao sekundarni posao uz posao odvjetništva. Slabija razina edukacije, osobito na području ekonomije, doprinosi problemima koji su navedeni u rezultatima ankete. Budući da ne postoji uređen model dodjele slučajeva, pojedini stečajni upravitelji koji su u „dobrim“ odnosima sa sucima rješavaju mnoštvo stečajeva, dok drugi godinama nisu dobili niti jedan predmet[4]. Na ovaj način iznos prihoda stečajnog upravitelja ovisi o osobnom odnosu sa

[3] Iz govora J. K., suca Visokog trgovačkog suda RH, koji je održao na 50-godišnjici trgovačkog sudstva, 22. listopada 2004. u Zagrebu. Objavljeno na http://www.vtsrh.hr, pristupljeno 27.10.2007.

[4] Npr. stečajni upravitelj N.N. imao je volju sudjelovati u istraživanju, ali nije dobio niti jedan slučaj već četiri godine otkad je položio ispit i postao stečajni upravitelj, te stoga nije imao nikakvih praktičnih saznanja.

stečajnim sucem koji mu dodjeljuje predmete, što je sasvim sukladno zakonu, ali otvara širok prostor za moguće zlouporabe službenog položaja.

Neriješen model čuvanja arhivske građe svaku mogućnost *case study* analize čini neizvedivom. Jednako tako, modeli ranog predviđanja poslovnih poteškoća koji bi bili od iznimne koristi svim gospodarstvenicima neizvedivi su jer se dokumentima stečajnog dužnika (nad kojim je stečaj okončan) ne može niti prići[5]. Informacijska barijera, odnosno vrlo teško postizanje komunikacije sa pojedinim sudionicima stečajnih postupaka nije demotivirala niti natjerala na odustajanje od zacrtanog anketnog istraživanja. Upravo suprotno, bio je to poticaj da se anketno istraživanje provede do kraja.

Postoji puno prostora za unaprjeđenje stečajnog postupka u Hrvatskoj. Za početak, trebalo bi više pažnje obraćati na sugestije praktičara, osoba koje stečaj svakodnevno provode. Upravo ovo bila je jedna od intencija istraživanja najčešćih sudionika stečajnog postupka u Hrvatskoj – artikulirati glas prakse. U ovom poglavlju najčešći sudionici stečajnih postupaka iznijeli su svoja mišljenja, stavove, i kritike hrvatskog stečajnog sustava.

Savjeti sudionika, osobito oni koji su dati kao preporuka upravi mladog, 'zdravog' i perspektivnog trgovačkog društva da čini (ili ne čini) kako ne bi završila u stečaju su vrlo korisni. Stečajni praktičari ističu kako kvalitetno računovodstvo, pomna kontrola troškova i pomna kontrola zaduživanja, odgovorno postupanje u poslovanju, angažiranje kompetentnih konzultanata u nedostatku internih kadrova, poštivanje pravila tržišnog postupanja, ozbiljno razmatranje s kojim poslovnim partnerima ulaziti u poslove, pošten odnos prema partnerima, poštivanje poslovnih dogovora što vodi do uzajamnosti i recipročnosti, zadovoljni i motivirani radnici, kvalitetna naplata (a ne kvalitetna prodaja) – sve to značajno pomaže unaprjeđenju poslovanja i izbjegavanju eventualnog stečaja.

Identificirani su brojni problemi u stečajnom postupku u Hrvatskoj, a kako anketa ne bi poprimila kritizerski ton nastojalo se predložiti i moguća rješenja navedenih problema, te dati određene preporuke kako unaprijediti stečajni postupak.

Neke od ovih preporuka su: potrebno je disciplinirati državna poduzeća u stečajnom postupku, rigidnije provoditi zakon (osobito u smislu trenutka otvaranja stečaja), odrediti

[5] Npr. gradski arhiv u Osijeku čuva građu okončanih stečajnih postupaka, ali ne dopušta njihov pregled, uvid u njih, ili bilo kakvu uporabu, premda za to nema zakonskog uporišta.

primjerene naknade odvjetnicima, srediti zemljišne knjige, pomnije definirati zanimanje stečajnog upravitelja (stečajni upravitelj trebao bi biti profesionalac), ulagati u edukaciju stečajnih sudaca i upravitelja, napraviti priručnik za stečajne upravitelje kojim bi se moglo standardizirati korake u postupcima i standardizirati izvještaje, riješiti problem zatvorenih neformalnih grupa stečajnih sudaca i stečajnih upravitelja, te depolitizirati i dekriminalizirati dio pravosuđa koji je povezan sa politikom i kriminalom. Implementacijom samo nekih od navedenih sugestija značajno bi se moglo popraviti stanje na području stečajnog postupka u Republici Hrvatskoj.

Konačno, razmatrajući hrvatski Stečajni zakon i praksu, gospodarsku strukturu i balans dužničko – vjerovničkih (tj. praktično dužničko – bankarskih) odnosa, te stanje zaduženosti hrvatskog gospodarstva, razmišljanja nobelovca Stiglitza odlično opisuju i ovdašnju situaciju:

„U pojedinim zemljama kreditori koji vrebaju neinformirane potrošače predstavljaju značajan problem. Oni potiču na potrošnju iznad razine njihovih mogućnosti, često kako bi kupili precijenjene proizvode i usluge, i naplaćuju zelenaške kamate. Stečajni zakoni koji su skloniji dužnicima obeshrabruju takvu praksu.“[6]

Rezultate kvalitativnog istraživanja potvrđuju i kvantitativni rezultati istraživanja izloženosti riziku stečaja u istočnoj Hrvatskoj. Provedena diskriminacijska analiza i logistička regresija, uz više alternativnih specifikacija kako bi se postigao što bolji i stabilniji model, ukazuju na pojavu „kamuflaže“ poduzeća u poteškoćama u grupu zdravih poduzeća. Jednaka pojava može se uočiti i na kartama metode višedimenzionalnih skala. Postignuti modeli su statistički signifikantni i pokazuju relativno dobru točnost, no točnost klasifikacije poduzeća u stečaju je bitno manja nego točnost klasifikacije 'zdravih' poduzeća. Ovo ukazuje kako poduzeća nad kojima je otvoren stečaj umnogome nalikuju ostalim poduzećima nad kojima stečaj nije otvoren, odnosno pojavu kako su poslovne poteškoće raširena pojava u istočnoj Hrvatskoj.

Visok prag tolerancije nadležnih institucija prema poslovnim poteškoćama odrazio se u kvalitativnoj analizi, gdje su stečajni profesionalci ukazali na prekasno otvaranje stečajeva i posvema neuređen stečajni sustav, kao i u kvantitativnoj analizi, gdje ekonometrijski modeli

[6] Stiglitz, Joseph; **Bankruptcy Laws: Basic Economic Principles**, Resolution of Financial Distress – An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws, World Bank Institute, Washington, 2001., str. 15

na relativno velikom uzorku podataka uspoređujući poduzeća u stečaju i ona koja nisu u stečaju, prepoznali samo omjer radnog kapitala i ukupne imovine kao bitan element financijskih izvješća koji bi poduzeća u stečaju razlikovao od 'zdravih' poduzeća.

Drugim riječima, u istočnoj Hrvatskoj se stečaj ne mora očekivati čak ni u situaciji kada je poslovanje vrlo loše, odnosno kada financijski pokazatelji (omjeri) ukazuju na zabrinjavajući poslovno-financijski položaj. Agregatni podaci na razini Republike hrvatske pokazuju kako se svega oko 5% stečajeva uopće otvara, a za ostalih 95% duboko insolventnih poduzeća tolerira se poslovanje u poteškoćama.

Dakle, s pravom se može govoriti o 'ležernom' stečajnom sustavu u Hrvatskoj u kojem se loše poslovanje nauštrb stabilnosti gospodarstva u cjelini tolerira, te u kojem tek iznimke odlaze u stečaj, jer su se, po svemu sudeći našle na samom dnu iz kojega se nisu mogle izvući ni na koji način.

8. Literatura

A

1. Alderson, M.; Betker, B.; **Liquidation Costs and Capital Structure**, Journal of Financial Economics, Vol. 39, Iss. 1, 1995, str. 45-69
2. Allchorne, Tom; **Convergence - insolvency regimes in Europe's big three**, European Venture Capital Journal, 2004, Issue 116, str. 35-37
3. Alter, Jonathan; **A Bankrupt Way To Do Business**, Newsweek, 25. travnja 2005, Vol. 145, Issue 17, str.29
4. Altman, Edward; **Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy**, Journal of Finance, Vol. 23, 1968, str. 589-609
5. Altman, Edward; Narayanan, Paul; **An International Survey of Business Failure Classification Models**, Financial Markets, Institutions and Instruments, Volume 6, Issue 2, 1997., str. 1-57
6. Altman, Edward; **Corporate distress prediction models in a turbulent economic and Basel II environment**, Stern School of Business, The University of New York, 2002 http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/Corp-Distress.pdf (Pristupljeno 01.08.2008)
7. Altman, Edward; Hotchkiss, Edith: **Corporate Financial Distress and Bankruptcy**, Wiley Finance, 2006.
8. Anderson, D.W.; Sundaresan, S.; **Design and valuation of debt contracts**, Rev. Financ. Stud., 1996., 9: str. 37 - 68
9. Armijo, Leslie Elliott; **The Political Geography of World Financial Reform**, Global Governance, 2001, Vol. 7, Issue 4, str. 379
10. Armour, John; **Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law**, Modern Law Review, Volume 63, Issue 3, 2000., str. 355-378
11. Arnold, Vicky; Collier, Philip A.; Leech, Stewart A.; Sutton, Steve G.; **Impact of intelligent decision aids on expert and novice decision-makers' judgments**, Accounting and Finance, Volume 44, Issue 1, 2004., str. 1-26
12. Atiya, AF.; **Bankruptcy prediction for credit risk using neural networks: A survey and new results**, IEEE Transactions on Neural Networks, vol.12, no.4, 2001., str. 929-35
13. Ayotte, Kenneth; Skeel Jr.,A. David; **An Efficiency-Based Explanation for Current Corporate Reorganization Practice**, The University of Chicago Law Review, Vol. 73, Iss. 1, 2006., str. 425
14. Aziz, Adnan; Dar, A. Humayon; **Predicting corporate bankruptcy: where we stand?**, Corporate Governance, Volume 6, Issue 1, 2006.

B

15. Bachner, Thomas; **Wrongful Trading – A New European Model for Creditor Protection?**, European Business Organization Law Review (EBOR), Volume 5, Issue 02, 2004., str. 293-319

16. Baird, G. Douglas; Morrison, R. Edward; **Bankruptcy Decision Making**, J. Law Econ. Organ., 2001., 17: str. 356 – 372
17. Baird, Douglas; Rasmussen, Robert; **The End of Bankruptcy**, Stanford Law Review, Vol. 55, 2002.
18. Baker, Neil; McCollum, Tim; **Fraud and Artificial Intelligence**, Internal Auditor, Vol. 62, Issue 1, 2005., str. 29-32
19. Balcaen, Sofie; Ooghe, Hubert; **35 years of studies on business failure: an overview of the classic statistical methodologies and their related problems**, The British Accounting Review, 38 / 2006, str. 63–93
20. Balcaen, S.; Ooghe, H.; **Alternative methodologies in studies on business failure: do they produce better results than the classic statistical methods?**, Vlerick Leuven Gent Management School Working Paper Series 2004-16, Vlerick Leuven Gent Management School, Internet: http://ideas.repec.org/p/vlg/vlgwps/2004-16.html (Pristupljeno 18.10.2007.)
21. Balcerowicz, Ewa; Hashi, Iraj; Lowitzsch, Jens: Szanyi, Miklos; **The Development of Insolvency Procedures in Transition Economies - A Comparative Analysis**, Das Insolvenzrecht Mittel- und Osteuropam, BWV Berliner Wissenschafts-Verlag GmBH, 2004, str. 19-60
22. Barbić, J.; Dika, M., et al.; **Novosti u stečajnom pravu**, Organizator, Zagreb, 2001.
23. Barbić, Jakša: **Preustroj dužnika u stečaju**, Zbornik radova sa godišnjeg savjetovanja 'Aktualna pitanja hrvatskog gospodarstva i pravne prakse' u Opatiji 1996, Inženjerski biro, Zagreb, 1996.
24. Barbić, Jakša: **Trgovačko sudstvo u Hrvatskoj**, Internet: http://www.vtsrh.hr/default.asp?gl=200410260000007 (Pristupljeno 18.12.2007.)
25. Barker, M., Purser, B.; **Bankruptcy reform in China**, Freshfields Bruckhaus Deringer, listopad 2004., http://www.freshfields.com/practice/finance/publications/pdfs/9710.pdf (Pristupljeno 18.12.2007.)
26. Barniv, Ran; Agarwal, Anurag; Leach, Robert; **Predicting the outcome following bankruptcy filing: a three-state classification using neural networks**, International Journal of Intelligent Systems in Accounting, Finance and Management, vol.6, no.3, 1997., str. 177-94
27. Barniv, Ran; Agarwal, Anurag; Leach, Robert; **Predicting Bankruptcy Resolution**, Journal of Business Finance & Accounting, Volume 29, Issue 3&4, 2002., str. 497-520
28. Barrell, Ray; Holland, Dawn; **Foreign Direct Investment and Enterprise Restructuring in Central Europe**, The Economics of Transition, Volume 8, Issue 2, 2000., str. 477-504
29. Beaver, William H.; **Financial Ratios as Predictors of Failure**, Journal of Accounting Research, Vol. 4 Issue 3, 1966. Supplement, str. 71
30. Beaver W.H.; McNichols, M.F.; Rhie, J.W.; **Have financial statements become less informative? Evidence from the ability of financial ratios to predict bankruptcy**, Review of Accounting Studies, Vol. 10, Iss. 1, 2005., str. 93-122
31. Beccaria, Caesare: **O zločinima i kaznama**, Logos, Split, 1984
32. Becerra, V.M.; Galvao, R.K.H.; Abou-Seada, M.; **Neural and wavelet network models for financial distress classification**, Data Mining and Knowledge Discovery, vol.11, no.1, 2005., str. 35-55
33. Beeby, Mick; Broussine, Mike; Grisoni, Louise; James, Jane; Shutte, Anna-Marie; **Consulting to a "hurt" or "upset" organisation**, Leadership & Organization Development Journal; Volume 20, Issue 2; 1999.

34. Bergantinos, G.; Vidal-Puga JJ.; **Additive rules in bankruptcy problems and other related problems**, Mathematical Social Sciences, vol.47, no.1, 2004., str. 87-101
35. Berkowitz, Jeremy; White, Michelle; **Bankruptcy and Small Firms' Access to Credit**, Michigan Law and Economics Working Paper No. 00-005, 2000, http://ssrn.com/abstract=233248 (Pristupljeno 10.04.2008)
36. Berlin, M.; John, K.; Saunders, A.; **Bank equity stakes in borrowing firms and financial distress**, Rev. Financ. Stud., 1996., 9: str. 889 – 919
37. Bilić, Ivan: **Gospodarski uzroci stečaja u Hrvatskoj**, Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu, god. 37, br. 1-2 (57-58), Split, 2000., str. 217-226
38. Blažević, Berislav: **50 godina trgovačkih sudova u RH**, Internet: http://www.vtsrh.hr/default.asp?gl=200410260000005 (Pristupljeno 18.12.2007.)
39. Bohn, M. Elizabeth; **Time to reorganize: But how? A look at the new bankruptcy law**, Business Law Today, Volume 15, Number 4, 2006.
40. Bonin, John; Wachtel, Paul; **Financial Sector Development in Transition Economies: Lessons from the First Decade**, Financial Markets, Institutions and Instruments, Volume 12, Issue 1, 2003., str. 1-66
41. Bonin, P. John; Schaffer, E. Mark; **Revisiting Hungary's Bankruptcy Episode**, http://www.som.hw.ac.uk/cert/wpa/1999/dp9906.pdf (Pristupljeno 18.01.2008.)
42. Boone, L. Audra; Mulherin, J. Harold; **Valuing the Process of Corporate Restructuring**, http://econ.claremontmckenna.edu/papers/2001-22.pdf (Pristupljeno 03.06.2008.)
43. Borrus, A.; **Creditors Will Crack the Whip**, Business Week, 4. srpnja 2005, Issue 3941, str. 82
44. Bos, Titia M.; **The European Insolvency Regulation and the Harmonization of Private International Law in Europe**, Netherlands International Law Review, Volume 50, Issue 01, 2003., str. 31-57
45. Brailsford, Timothy J.; Oliver, Barry R.; Pua, Sandra L. H.; **On the relation between ownership structure and capital structure**, Accounting and Finance, Volume 42, Issue 1, 2002., str. 1-26
46. Bris, Arturo; Schwartz, Alan; Welch, Ivo; **Who Should Pay for Bankruptcy Costs?**, Journal of Legal Studies, Vol. 34, Issue 2, 2005., str. 295-341
47. Bris, A.; Welch, I.; Zhu, N.; **The Costs of Bankruptcy**, Journal of Finance, u postupku objavljivanja. Dostupno na http://ssrn.com/abstract=868568 (Pristupljeno 15.07.2008.)
48. Brounen, D.; De Jong, A.; Koedijk, K; **Capital structure policies in Europe: Survey evidence**, Journal Of Banking & Finance, Vol. 30 Iss. 5, 05 / 2006, str. 1409-1442
49. Brown, D.T.; **Claimholder incentive conflicts in reorganization: the role of bankruptcy law**, Rev. Financ. Stud., 1989., 2: str. 109 - 123
50. Brown, T. David; Ciochetti, A. Brian; Riddiough, J. Timothy; **Theory and Evidence on the Resolution of Financial Distress**, Rev. Financ. Stud., 2006., 19: str. 1357 - 1397
51. Brusco, Sandro; **Bankruptcy, Takeovers, and Wage Contracts**, Journal of Economics & Management Strategy, Volume 5, Issue 4, 1996., str. 515-534
52. Budina, Nina; Garretsen, Harry; de Jong, Eelke; **Liquidity Constraints and Investment in Transition Economies**, The Economics of Transition, Volume 8, Issue 2, 2000., str. 453-475
53. Bufford, Samuel; DeCarl Adler, Louise; Brooks, Sidney; Krieger, Marcia; **International Insolvency**, Federal Judicial Center, 2001. http://www.fjc.gov/public/pdf.nsf/lookup/intlinso.pdf/$file/intlinso.pdf (Pristupljeno 01.07.2008)

54. Buljan, Vesna: **Izlučni i razlučni vjerovnici**, Četvrta novela stečajnog zakona, Narodne novine, Zagreb, 2006.
55. Burke, R.J.; **Correlates of job insecurity among recent business school graduates**, Employee relations, vol 20. iss 1/2, 1998.
56. Burniaux, Jean-Marc; **Establishing Financial Discipline: Experience With Bankruptcy Legislation In Central And Eastern European Countries**, OECD Economic Studies, No. 25., 1995/II, http://www.oecd.org/dataoecd/42/46/15174000.pdf (Pristupljeno 03.06.2008.)
57. Buttwill, Klas; Wihlborg, Clas; **The Efficiency of the Bankruptcy Process, An International Comparison**, http://swopec.hhs.se/ratioi/abs/ratioi0065.htm (Pristupljeno 03.06.2008.)

C

58. Caprio Jr, Gerard; Klingebiel, Daniela; **Bank Insolvencies: Cross Country Experience**, World Bank Policy Research Working Paper No. 1620, 1996.
59. Carcello, V. Joseph; Nagy, L. Albert; **Client size, auditor specialization and fraudulent financial reporting**, Managerial Auditing Journal, Volume 19, Issue 5, 2004.
60. Casey, Cornelius; McGee, Victor; Stickney, Clyde; **Discriminating Between Reorganized and Liquidated Firms in Bankruptcy**, Accounting Review, Vol. 61 Issue 2, April 1986, str. 249-262
61. Catanach Jr., Anthony H.; Perry, Susan E.; **An Evaluation Of The Survival Model's Contribution To Thrift Institution Distress Prediction**, Journal of Managerial Issues, Vol. 13, Issue 4, 2001., str. 401
62. Chan-Ung, Park; **Rescuing Business: Reorganizing Bankrupt Firms As Organizational Processes**, Development And Society, Volume 34, Number 1, 2005., str. 49~73
63. Charan, Ram; Useem, Jerry; Harrington, Ann; **Why companies fail**, Fortune (Europe), 27. svibnja 2002, Vol. 145, Issue 11, str. 36
64. Chatterjee, S.; Dhillon, U.S.; Ramirez, G.G.; **Debtor-in-possession financing**, Journal of Banking & Finance, Vol. 28, Iss. 12, 2004., str. 3097-3111
65. Cielen, Anja; Peeters, Ludo; Vanhoof, Koen; **Bankruptcy prediction using a data envelopment analysis**, European Journal of Operational Research, Volume 154, Issue 2, 2004., str. 526-532
66. Claessens, Stijn; Djankov, Simeon; Mody, Ashoka; **Resolution of Financial Distress: An Overview**, Resolution of Financial Distress – An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws, World Bank Institute, Washington, 2001., str. XV - XXXI
67. Claessens, Stijn; Klapper, Leora F.; **Bankruptcy around the World: Explanations of Its Relative Use**, Oxford Financial Research Centre Working Papers Series, http://ideas.repec.org/a/oup/amlawe/v7y2005i1p253-283.html (Pristupljeno 03.06.2008.)
68. Constantinides, Sylvia; **Auditors', bankers' and insolvency practitioners' "going-concern" opinion logit model**, Managerial Auditing Journal, Volume 17, Issue 8, 2002.
69. Couwenberg, Oscar; **Survival Rates in Bankruptcy Systems: Overlooking the Evidence**, European Journal of Law and Economics, Springer, vol. 12 (3), November 2001., str. 253-273
70. Creswell, Julie; **Going For Broke**, Fortune (Europe), 18. 02. 2002, Vol. 145, Issue 4, str. 8

71. Crnković, Ivica; **Predviđanje poslovnih poteškoća dužnika banke na osnovi podataka iz temeljnih financijskih izvješća**, magistarski rad, Ekonomski fakultet u Osijeku, 2005.
72. Crnomarković, Ileana; **Stečaj, bankrot, i likvidacija**, Ekonomski pregled, god. 47, br. 5-6, Zagreb, 1996, str. 261-380
73. Cvijanović, V.; **Konferencija "Bankruptcy as Investment Opportunity"**, Ekonomski pregled, 54 (1-2), 2003, str. 215-217

Č

74. Čuveljak, Jelena: **Razlučni vjerovnici temeljem novele Stečajnog zakona iz 2006**., Pravo u gospodarstvu, god. 45, svezak 5, Hrvatski savez udruga pravnika u gospodarstvu, Zagreb, listopad 2006., str. 21-40
75. Čuveljak, Jelena: **Prijeboj /kompenzacija/**, Internet: http://www.vtsrh.hr/Download/2005/06/01/prijeboj1.pdf (Pristupljeno 14.01.2008.)

D

76. Damodaran, Aswath; **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, Wiley Finance, 2nd edition, 2002.
77. Dar, Humayon; **Predicting Corporate Financial Distress: Whither do We Stand?**, Economics Dept, Loughborough University, Discussion Paper Series, http://www.lut.ac.uk/departments/ec/Reasearchpapers/2004/Departmental%20Paper%20_Aziz%20and%20Dar_.pdf (Pristupljeno 03.06.2008.)
78. De Haas, Ralf; Peeters, Marga; **The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies**, The Economics of Transition, Volume 14, Issue 1, 2006., str.133-169
79. Deakin, Simon: **Legal Diversity And Regulatory Competition: Which Model For Europe?**, Centre for Business Research, University Of Cambridge Working Paper No. 323, 2006. http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP323.pdf (Pristupljeno 08.07.2008.)
80. Demirgüç-Kunt, Asli; Detragiache, Enrica; **Cross-Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress - A Survey,** World Bank Policy Research Working Paper 3719, September 2005.
81. Dichev, Ilia D.; **Is the Risk of Bankruptcy a Systematic Risk?**, The Journal of Finance, Volume 53, Issue 3, 1998., str. 1131-1147
82. Dika, et al.: **Stečaj poduzeća i banaka**, Narodne novine, Pravni fakultet, Zagreb, 1990.
83. Dika, M. : **Insolvencijsko pravo**, Pravni fakultet u Zagrebu, Zagreb, 1998.
84. Dika, M.: **Pravne posljedice otvaranja stečajnog postupka**, Narodne novine, Zagreb, 2002
85. Dika, et al.: **Treća novela stečajnog zakona**, Narodne novine, Zagreb, 2003.
86. Dika, et al.: **Četvrta novela stečajnog zakona**, Narodne novine, Zagreb, 2006.
87. Dinç, Serdar I.; **Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging markets**, Journal of Financial Economics, Volume 77, Issue 2 , 2005., str. 453-479
88. Doherty N.; Bank, J.; Vinnicombe, S.; **Managing survivors**, Journal of Managerial Psychology, 11 (7), 1996.

89. Driver, Ciaran; Shepherd, David; **Capacity utilisation and corporate restructuring: a comparative study of the US, UK and other EU countries**, Camb. J. Econ., 2005., 29: str. 119 – 140
90. Dugan, Michael; Zavgren, Christine; **Bankruptcy Prediction Research: A Valuable Instructional Tool Issues in Accounting Education**, Vol. 3 Issue 1, Spring 1988, str. 48

E

91. Eddy, Albert R.; **Dividends And The Prediction Of Corporate Bankruptcy**, The Financial Review, Volume 16, Issue 4, 1981., str. 31-31
92. Eidenmüller, Horst; **Free Choice in International Company Insolvency Law in Europe**, European Business Organization Law Review (EBOR), Volume 6, Issue 03, 2005., str. 423-447
93. Elloumi, Fathi; Gueyié, Jean-Pierre; **Financial distress and corporate governance: an empirical analysis**, Corporate Governance, Volume 1, Issue 1, 2001.
94. Eraković, Andrija; **Ostvarivanje tražbina u stečajnom postupku**, Ovrha i stečaj u gospodarskoj i sudskoj praksi, Inženjerski biro, Zagreb, 1999.
95. Eraković, Andrija: **Namirenje razlučnih vjerovnika**, Ovrha i stečaj – aktualnosti zakonodavstva i sudske prakse, Inženjerski biro, Zagreb, 2007.

F

96. Fan, H.; Sundaresan, S.M.; **Debt valuation, renegotiation, and optimal dividend policy**, Rev. Financ. Stud., 2000., 13: str. 1057 - 1099
97. Fanning, Kurt M.; Cogger, Kenneth O.; **A Comparative Analysis of Artificial Neural Networks Using Financial Distress Prediction**, International Journal of Intelligent Systems in Accounting Finance & Management, Vol. 3, Issue 4, 1994., str. 241-252
98. Finch, Vanessa**; Security, Insolvency and Risk: Who Pays the Price?**, Modern Law Review, Volume 62, Issue 5, 1999., str. 633-670
99. Finch, Vanessa; **The Recasting of Insolvency Law**, Modern Law Review, Volume 68, Issue 5, 2005., str. 713-736
100. Fistonić, Ivan; Tušek, Boris; Čonkaš, Ivan, et al.; **Računovodstvo trgovačkih društava u stečaju i likvidaciji**, TEB Poslovno savjetovanje, Zagreb, 2001., str. 127-200
101. Fitzpatrick, Paul J.; **Transitional Stages of a Business Failure**, The Accounting Review, Vol. 9, No. 4, 1934., str. 337-340
102. Fletcher, Ian F.; **UK Corporate Rescue: Recent Developments – Changes to Administrative Receivership, Administration, and Company Voluntary Arrangements – The Insolvency Act 2000**, The White Paper 2001, and the Enterprise Act 2002, European Business Organization Law Review (EBOR), Volume 5, Issue 01, 2004., str. 119-151
103. François, Pascal; Morellec, Erwan; **Capital Structure and Asset Prices: Some Effects of Bankruptcy Procedures**, Journal of Business, Vol. 77, Issue 2, 2004., str. 387-411
104. Franken, Sefa M.; **Three Principles of Transnational Corporate Bankruptcy Law: A Review**, European Law Journal, Volume 11, Issue 2, 2005., str. 232-257

105. Franken, Sefa; **Creditor- and Debtor-Oriented Corporate Bankruptcy Regimes Revisited**, European Business Organization Law Review (EBOR), Volume 5, Issue 04, 2004., str. 645-676
106. Franks, J.; Sussman, O.; **Financial distress and bank restructuring of small to medium size UK companie**s, Review of Finance, vol.9, no.1, 2005., str. 65-96
107. Franks, Julian; Sussman, Oren.; **Financial innovations and corporate bankruptcy**, Journal of Financial Intermediation, Vol. 14, Issue 3, 2005., str. 283-317
108. Frisby, Sandra; **In Search of a Rescue Regime: The Enterprise Act 2002**, Modern Law Review, Volume 67, Issue 2, 2004., str. 247-272
109. Froud, J.; Haslam, C.; Johal, S.; Williams, K.; **Restructuring for shareholder value and its implications for labour**, Camb. J. Econ., 24 / 2000., str. 771 – 797

G

110. Galvao, R.K.H.; Becerra, V.M.; Abou-Seada, M.; **Ratio selection for classification models**, Data Mining & Knowledge Discovery, Vol. 8, Iss. 2, 2004., str. 151-170
111. Gamesalingam, S.; Kumar, Kuldeep; **Detection of financial distress via multivariate statistical analysis**, Managerial Finance, Volume 27, Issue 4, 2001.
112. Garašić, Jasna; **Sadržaj stečajnog plana**, Novosti u stečajnom pravu, Organizator, Zagreb, 2001., str. 229-258
113. Garašić, Jasnica; **Mogućnosti i ograničenja inherentna stečajnom planu**, Treća novela stečajnog zakona, Narodne novine, Zagreb, 2003.
114. Garašić, Jasnica; **Završno ročište u stečajnom postupku**, Četvrta novela stečajnog zakona, Narodne novine, Zagreb, 2006.
115. Gentry, A. James; Shaw, J. Michael; Tessmer, C. Antoinette; Whitford, T. David; **Using Inductive Learning to Predict Bankruptcy**, Journal of Organizational Computing & Electronic Commerce, Vol. 12, Issue 1, 2002., str. 39-57
116. Ghosal, S.; Miller, M.; **Co-ordination failure, moral hazard and sovereign bankruptcy procedures**, Economic Journal, Vol. 113, Iss. 487, 2003., str. 276-304
117. Giammarino, R.M.; **The resolution of financial distress**, Review of Financial Studies, Vol. 2, 1989, str. 25 – 47
118. Gilson, S.; Hotchkiss, E.; Ruback, R.; **Valuation of Bankrupt Firms**, Review of Financial Studies, Vol. 13 No. 1, str. 43-74, 2000. Dostupno na http://ssrn.com/abstract=110388 (Pristupljeno 18.07.2008.)
119. Glaum, Martin; Street, Donna L.; **Compliance with the Disclosure Requirements of Germany's New Market: IAS Versus US GAAP**, Journal of International Financial Management and Accounting, Volume 14, Issue 1, 2003., str. 64-100
120. Goldstein, Don; Clashing Paradigms? **Total Quality, Financial Restructuring and Theories of the Firm**; Ind. Corp. Change, 1997; 6: str. 665 – 700
121. Goode, Royston; **Principles of Corporate Insolvency Law**, Sweet & Maxwell, 2005. Pregled dostupan na *Google books*: http://books.google.com/books?id=7yXwtkqqG4gC&hl=hr (Pristupljeno 03.07.2008)
122. Graham, David; **Discovering Jabez Henry**. Cross-border insolvency law in the 19th century, International Insolvency Review, Vol. 10 No. 2, 2001, str. 153-166
123. Graham, David*;* **A Dark and Neglected Subject: Landmarks in the Reform of English Insolvency Law**, International Insolvency Review, Vol. 11., 2002, str. 97-119

124. Green, D. Gillian; **Philosophy for managers?: An exploration of what the great philosophers can do to assist ethical decision making**, Journal of Management in Medicine, Volume 15, Issue 6, 2001.
125. Grupa autora: **Aktualna pitanja kaznenog zakonodavstva**, Inženjerski biro, Zagreb, 2004.
126. Grupa autora; **An introduction to multidimensional scaling**, Measurement & Evaluation in Counseling & Development, Vol. 24 Issue 1, 1991, str. 12
127. Grupa autora: **Business demography in Europe**, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg, 2004, http://www.eds-destatis.de/en/publications/detail.php?th=4&k=1&dok=68 (Pristupljeno 13.05.2008)
128. Grupa autora: **Business in Europe - Statistical pocketbook**, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg, 2003, http://europa.eu.int/comm/enterprise/library/lib-information_society/libr-info_society.html (Pristupljeno 13.05.2008)
129. Grupa autora: **Doing business in 2004: Understanding Regulation**, A copublication of the World Bank, the International Finance Corporation, and Oxford University Press, World Bank, Washington, 2004.
130. Grupa autora: **Doing business in 2008: Comparing Regulation in 178 Economies**, A copublication of the World Bank, the International Finance Corporation, and Oxford University Press, World Bank, Washington, 2008.
131. Grupa autora: Euler Hermes Kreditversicherung, Center for insolvency and reorganisation at the University of Mannheim (2006.): **Ursachen von Insolvenzen - Gründe für Unternehmensinsolvenzen aus der Sicht von Insolvenzverwaltern**, http://www.zis.uni-mannheim.de/inhalt/2_aktuelles/ursache_von_insolvenzen/414_wiko.pdf (Pristupljeno 18.10.2007)
132. Grupa autora: **Insolvencies in Europe**, Creditreform Economic Research Unit 2004/2005, http://www.creditreform.ro/files/engleza/Insolvencies_in_Europe_2004_2005.pdf (Pristupljeno 13.05.2008)
133. Grupa autora: **Ovrha i stečaj – aktualnosti zakonodavstva i sudske prakse**, Inženjerski biro, Zagreb, 2006.
134. Grupa autora: **Ovrha i stečaj – aktualnosti zakonodavstva i sudske prakse**, Inženjerski biro, Zagreb, 2007.
135. Grupa autora: **Ovrha i stečaj u sudskoj praksi**, Inženjerski biro, Zagreb, 1999.
136. Grupa autora: **Reform of French insolvency law**, Freshfields Bruckhaus Deringer, srpanj 2004.
137. Grupa autora: **Regions - Statistical yearbook 2005**, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg, 2003, http://epp.eurostat.cec.eu.int/cache/ITY_OFFPUB/KS-AF-05-001/EN/KS-AF-05-001-EN.PDF (Pristupljeno 13.05.2007)

H

138. Hahn, Avital Louria; **Bankruptcy World Turned Upside Down**, High Yield Report, 18.
139. Hainz, Christa; **Effects of bank insolvency on corporate incentives in transition economies**, The Economics of Transition, Volume 13, Issue 2, 2005., str. 261-286
140. Hakkala, Katariina; **Corporate restructuring and labor productivity growth**, Ind. Corp. Change, 15 / 2006., str. 683 – 714

141. Hall, G.,: **Reasons for Insolvency Amongst Small Firms - A Review and Fresh Evidence**, Small Business Economics, Vol. 4 Iss. 3, 1992, str. 237 – 250
142. Hammer, Michael; Champy, James; **Reinženjering tvrtke**, Zagrebačka škola ekonomije i managementa i Mate, Zagreb, 2001.
143. Hankins, Katherine; **The Restructuring of Retail Capital and the Street**, Tijdschrift voor Economische en Sociale Geografie, Volume 93, Issue 1, 2002., str. 34-46
144. Hansen, D. Craig; Salerno, J. Thomas; **Making the Best of Bankruptcy**, Bankers Monthly, Vol. 108, Iss. 4, 1991., str. 21
145. Hart, Oliver D.; **Different Approaches To Bankruptcy**, Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1903., September 2000.
146. Hashi, Iraj; **The economics of bankruptcy, reorganization, and liquidation**, Russian & East European Finance and Trade, Vol. 33, Iss. 4, 1997., str. 6
147. Hausch, B. Donald; Ramachandran, S.; **Bankruptcy Reorganization through Markets: Auction-based Creditor Ordering by Reducing Debts (ACCORD)**, http://wbln0018.worldbank.org/Research/workpapers.nsf
148. Hausch, Donald; **Corporate Debt Restructuring: Auctions Speak Louder than Words**, Resolution of Financial Distress – An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws, World Bank Institute, Washington, 2001., str. 91-106
149. Hausch, Donald; Ramachandran, S.; **Systemic Financial Distress and Auction-Based Bankruptcy Reorganization**, Econometric Society World Congress 2000 Contributed Papers 1423, Econometric Society, http://fmwww.bc.edu/RePEc/es2000/1423.pdf (Pristupljeno 01.06.2008)
150. Hege, U.; **Workouts, court-supervised reorganization and the choice between private and public debt**, Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance & Organization, 9(2), 2003, str. 233-269
151. Hillegeist Stephen; Keating, Elizabeth; Cram, Donald; Lundstedt, Kyle; **Assessing the Probability of Bankruptcy**, Review of Accounting Studies, Springer Netherlands, Volume 9, Number 1 / March, 2004, str. 5-34
152. Horrigan, James; **Some Empirical Bases of Financial Ratio Analysis**, Accounting Review, Vol. 40 Issue 3, July 1965.
153. Hrastinski Jurčec, Ljiljana: **Stečajni sud, skupština i odbor vjerovnika**, Treća novela Stečajnog zakona, Narodne novine, Zagreb, 2003.
154. Hrastinski Jurčec, Ljiljana: **Pravni položaj stečajnoga upravitelja u stečajnim postupcima**, Ovrha i stečaj – aktualnosti zakonodavstva i sudske prakse, Inženjerski biro, Zagreb, 2007.
155. Huang, Zan; Chen, Hsinchun; Hsu, Chia-Jung; Chen, Wun-Hwa; Wu, Soushan; **Credit rating analysis with support vector machines and neural networks: a market comparative study**, Decision Support Systems, Volume 37, Issue 4, 2004., str. 543-558

I

156. Israel, Jona; **European Cross-Border Insolvency Regulation**, Intersentia NV, 2005. Pregled dostupan na *Google books*: http://books.google.com/books?id=sMK9Z3y3k6QC&hl=hr (Pristupljeno 03.08.2008)

J

157. James, V.; **When do banks take equity in debt restructurings?**, Rev. Financ. Stud., 1995.; 8: str. 1209 - 1234
158. Jayaraman, Narayanan; Sabherwal, Sanjiv; Shrikhande, Milind; **Do Country Specific Bankruptcy Codes Determine Long-term Financial Performance? The Case of Metallgesellschaft AG and Columbia Gas System**, Journal of International Financial Management and Accounting, Volume 12, Issue 2, 2001., str. 188-224
159. Jeanblanc, Monique; Lakner, Peter; Kadam, Ashay; **Optimal Bankruptcy Time and Consumption/Investment Policies on an Infinite Horizon with a Continuous Debt Repayment Until Bankruptcy**, Mathematics of Operations Research, Vol. 29, Issue 3, 2004., str. 649-671
160. Jelinić, Srećko; **Stečaj poduzeća i banaka – društveno-pravni aspekti**, Privreda, god. 35, br. 1, Osijek, 1991., str. 47-54
161. Jensen, Susan; **A Legislative History of the Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005**, American Bankruptcy Law Journal, lipanj 2005, Vol. 79, Issue 3, str. 485-56
162. Johnson, Gordon; **The European union convention on insolvency proceedings: A critique of the convention's corporate rescue paradigm**, International Insolvency Review, Vol. 5 No. 1, 1996, str. 80-107
163. Johnson, Madeline; Gelb, D. Betsy; **Predicting cooperative behavior during a retailer's bankruptcy**, Qualitative Market Research: An International Journal, Volume 2, Issue 1, 1999.
164. Jones, Stewart; Hensher, David A..; **Predicting Firm Financial Distress: A Mixed Logit Model**, Accounting Review, Vol. 79, Issue 4, 2004., str. 1011-1038
165. Junačko, Zdravko: **Stečajni zakon – Komentar i sudska praksa**, Poslovni zbornik, Zagreb, 2004.

K

166. Kaiser, Kevin M J.; **European bankruptcy laws: Implications for corporations facing financial distress**, Financial Management, Tampa, Vol. 25, Iss. 3; Autumn 1996. str. 67
167. Kayser, Nicki; **A study of the European convention on insolvency proceedings**, International Insolvency Review, Vol. 7 No. 2, 1998, str. 95-140
168. Kaleb, Zorislav: **Gospodarska kaznena djela iz područja trgovačkih društava i vrijednosnih papira**, Zgombić i partneri, Zagreb, 2006.
169. Kaminski, A. Kathleen; Wetzel, T. Sterling; Guan, Liming; **Can financial ratios detect fraudulent financial reporting?**, Managerial Auditing Journal, Volume 19, Issue 1, 2004.
170. Kang, Jun-Koo; Shivdasani, Anil; **Corporate restructuring during performance declines in Japan**, Journal of Financial Economics, Volume 46, Issue 1, 1997., str. 29-65
171. Keasey, Kevin; Watson, Robert; **Financial Distress Prediction Models: A Review of Their Usefulness**, British Journal of Management, Vol. 2, Issue 2, 1991., str. 89
172. Kleinman, Gary; Anandarajan, Asokan; **The usefulness of off-balance sheet variables as predictors of auditors' going concern opinions: an empirical analysis**, Managerial Auditing Journal, Volume 14, Issue 6, 1999.

173. Knot, Ondrej; Vychodil, Ondrej; **Czech Bankruptcy Procedures: Ex-post Efficiency View**, Working Papers IES 2006/03, Charles University Prague, Faculty of Social Sciences, Institute of Economic Studies, 2006. http://ideas.repec.org/p/fau/wpaper/wp2006_03.html (Pristupljeno 13.05.2008.)
174. Korobkin, Donald R.; **Bankruptcy law, ritual, and performance**, Columbia Law Review, Vol. 103, Issue 8, 2003., str. 2124-2159
175. Kos, Josip: **Pedeseta obljetnica trgovačkih sudova i 57. obljetnica kontinuiranog trgovačkog sudovanja na području Republike Hrvatske**, http://www.vtsrh.hr/default.asp?gl=200410260000006 (Pristupljeno 18.12.2007.)
176. Koskivaara, Eija; **Artificial neural networks in analytical review procedures**, Managerial Auditing Journal, Volume 19, Issue 2, 2004.
177. Kowalski, T.; Kraft, E.; Mullineux, A.; Vensel, V.; Wihlborg, C.; **Bankruptcy procedures, Corporate Governance and Banks' Credit policy in Croatia, Estonia, and Poland - Draft version**, The ninth Dubrovnik Economic Conference, 26-28 lipanj 2003.
178. Kuruppu, Nirosh; Laswad, Fawzi; Oyelere, Peter; **The efficacy of liquidation and bankruptcy prediction models for assessing going concern**, Managerial Auditing Journal, Volume 18, Issue 6/7, 2003.

L

179. La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; **Creditor Protection and Bankruptcy Law Reform**, Resolution of Financial Distress – An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws, World Bank Institute, Washington, 2001., str. 65-90
180. Laitinen, K. Erkki; Laitinen, Teija; **Misclassification in bankruptcy prediction in Finland: human information processing approach**, Accounting, Auditing & Accountability Journal, Volume 11, Issue 2, 1998.
181. Lam, Monica; **Neural network techniques for financial performance prediction: integrating fundamental and technical analysis**, Decision Support Systems, Volume 37, Issue 4, 2004., str. 567-581
182. Latta, Jennie D.; **Bankruptcy and the Catholic Church**, America, 29. studenog 2004, Vol. 191, Issue 17, str.18-20
183. Layish Naples, Dina; **A Monitoring Role for Deviations from Absolute Priority in Bankruptcy Resolution**, Financial Markets, Institutions and Instruments, Volume 12, Issue 5, 2003., str. 377-410
184. Lechner, Roland; **Waking From The Jurisdictional Nightmare Of Multinational Default: The European Council Regulation On Insolvency Proceedings**, Arizona Journal of International and Comparative Law Vol 19, No. 3, 2002, str. 975 - 1024
185. Leechor, Chad; **Innovations in Bankruptcy — Pricing the Priority of Insolvency Claims**, World Bank, Public Policy Journal, 1. rujna 1999, http://rru.worldbank.org/Documents/PublicPolicyJournal/194leech.pdf (Pristupljeno 18.12.2007.)
186. Lensberg, Terje; Eilifsen, Aasmund; McKee, Thomas E.; **Bankruptcy theory development and classification via genetic programming**, European Journal of Operational Research, Vol. 169, Issue 2, 2006., str. 677-697
187. Lev, Baruch; Sunder, Shyam; **Methodological Issues in the Use of Financial Ratios**, Journal of Accounting & Economics, Vol. 1 Issue 3, 1979.

188. Levin, Richard; Ranney-Marinelli, Alesia; **The Creeping Repeal of Chapter 11 - The Significant Business Provisions of the Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005**, American Bankruptcy Law Journal, 2005, Vol. 79, Issue 3, str. 603-644
189. Li, David D.; Li, Shan; **An agency theory of the bankruptcy law**, International Review of Economics & Finance, 1999, Vol. 8, Issue 1, str. 1
190. LoPucki, Lynn; **The Debtor in Full Control - Systems Failure Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code?**, American Bankruptcy Law Journal, Vol 57, 1983, str. 247-274
191. LoPucki, Lynn; Doherty, Joseph; **Bankruptcy Fire Sales**, Michigan Law Review, Vol. 106 Issue 1, 2007, str. 1-59
192. Lovrić, Viktorija: **Odluka o nastavljanju stečajnog postupka radi naknadne diobe**, Treća novela Stečajnog zakona, Narodne novine, Zagreb, 2003, 261-278
193. Luecke, Richard; Barton, Larry; **Upravljanje kriznim situacijama**, Harvard Business Essentials u suradnji s Zgombić i partneri, Zgombić i partneri, Zagreb, 2005.

M

194. Majstorović, D.: **Stečajna kaznena djela**, Hrvatski ljetopis za kazneno pravo i praksu, vol. 14, br. 2/2007, Zagreb, 2007., str. 643 – 671
195. Mar-Molinero, Cecilio; Serrano-Cinca, Carlos; **Bank failure: a multidimensional scaling approach**, European Journal of Finance, Vol. 7 Issue 2, 2001, str. 165
196. Martin, Nathalie; **American Bankruptcy Laws: Encouraging Risk-Taking and Entrepreneurship**, Economic Perspectives, 2006.
197. Marković, Nevenka: **Stečajni vjerovnici i vjerovnici stečajne mase**, Četvrta novela stečajnog zakona, Narodne novine, Zagreb, 2006.
198. Marković, Nevenka: **Položaj radnika u stečajnom postupku**, Ovrha i stečaj – aktualnosti zakonodavstva i sudske prakse, Inženjerski biro, Zagreb, 2007.
199. Mason, Joseph R.; **A Real Options Approach to Bankruptcy Costs: Evidence from Failed Commercial Banks During the 1990s**, Journal of Business, Vol. 78, Issue 4, 2005., str. 1523-1553
200. McDonald, Bill; Morris, Michael H.; **The Statistical Validity Of The Ratio Method In Financial Analysis**, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 11 Issue 1, Spring 1984, str.89
201. McKee, E. Thomas; Lensberg, Terje; **Genetic programming and rough sets: A hybrid approach to bankruptcy classification**, European Journal of Operational Research, Volume 138, Issue 2 , 2002., str. 436-451
202. McKee, E. Thomas; **Rough Sets Bankruptcy Prediction Models versus Auditor Signalling Rates**, Journal of Forecasting, Vol.22, Iss. 8, 2003., str. 569
203. Mella-Barral, P.; **The dynamics of default and debt reorganization**, Rev. Financ. Stud., 1999., 12: str. 535 - 578
204. Metaxiotis, Kostas; Psarras, John; **The contribution of neural networks and genetic algorithms to business decision support: Academic myth or practical solution?**, Management Decision, Volume 42, Issue 2, 2004.
205. Midanek, Deborah Hicks; **When Crisis Crosses Borders**, MIT Sloan Management Review, jesen 2003, Vol. 45 Issue 1, str. 16-19
206. Mossman, Charles E.; Bell G. Geoffrey; Swartz L. Mick; Turtle, Harry; **An empirical comparison of bankruptcy models**, The Financial Review, Volume 33, Issue 2, 1998., str. 35-54

207. Mumford, Michael J.; **Corporate Governance and Financial Distress: when structures have to change**, Corporate Governance: An International Review, Volume 11, Issue 1, 2003., str. 52-64
208. Murphy, Neil B.; **Deposit Insurance, Banking Reform, and Financial Sector Development in Several Nations of Southeastern Europe**, Financial Markets, Institutions and Instruments, Volume 15, Issue 1, 2006., str. 1-55

N

209. N.N.; **Bankruptcy theories deconstructed**, America's Network, Vol. 106, Issue 13, 2002., str. 38
210. N.N.; **It simply doesn't work**, Business Eastern Europe, Vol. 33, Issue 5, 2. veljače 2004, str. 3
211. N.N.; **Shaping up**, Economist, 14. prosinca 2002, Vol. 365, Issue 8303, str. 13-14
212. N.N.; **Up From The Ashes**, Economist, 23. ožujka 2002, Vol. 362, Issue 8265
213. N.N; **Can crisis consultants cut it?: Micronet are brought back from the brink**, Strategic Direction, Volume 21, Issue 5, 2005.
214. N.N; **Variable selection for financial distress classification using a genetic algorithm**, http://latienda.ie.edu/working_papers_economia/WP04-30.pdf (Pristupljeno 18.12.2007.)
215. Nadelmann, Kurt Hans: **Conflicts of Law: Selected Essays**, Martinus Nijhoff Publishers, 1972. Pregled dostupan na *Google Books*: http://books.google.hr/books?id=HlXh8WnrLigC&printsec=frontcover#PPA299,M1 (Pristupljeno 01.07.2008.)
216. Nam, Joo-Ha; Jinn, Taehong; **Bankruptcy Prediction: Evidence from Korean Listed Companies during the IMF Crisis**, Journal of International Financial Management and Accounting, Volume 11, Issue 3, 2000., str. 178-197
217. Nasir, M.L.; John, R.I.; Bennett, S.C.; Russell, D.M.; **Selecting the neural network topology for student modelling of prediction of corporate bankruptcy**, Campus-Wide Information Systems, Volume 18, Issue 1, 2001.
218. Neagu, R.; Hoerl, R.; **A six sigma approach to predicting corporate defaults**, Quality and Reliability Engineering International, vol.21, no.3, 2005., str. 293-309
219. Nekić Plevko, Nada; **Utjecaj otvaranja stečajnog postupka na ovršni postupak**, Ovrha i stečaj – aktualnosti zakonodavstva i sudske prakse 2006., Inženjerski biro, Zagreb, 2006.
220. Noe, T.H.; Wang, J.; **Strategic debt restructuring**; Rev. Financ. Stud., 13 / 2000., str. 985 - 1015.
221. Nogler, E. George; **Long-term effects of the going concern opinion**, Managerial Auditing Journal, Volume 19, Issue 5, 2004.
222. Nottorp, Gustav; **Corporate restructuring: In the financial key ratios perspective**, Södertörn University College, Institutionen för ekonomi och företagande, http://www.diva-portal.org/diva/getDocument?urn_nbn_se_sh_diva-168-1__fulltext.pdf (Pristupljeno 18.12.2007.)
223. Novak, Branko: **Predviđanje poslovnih teškoća banaka u Republici Hrvatskoj na temelju javno dostupnih financijskih pokazatelja**, Ekonomski pregled. 54 (2003.), 11-12; str. 904-924
224. Novak, Branko: **Poslovne teškoće i menadžment zaokreta trgovačkih društava**, Znanstvene rasprave o suvremenim financijskim temama - zbornik radova

poslijediplomskog znanstvenog studija Financije i bankarstvo, Ekonomski fakultet u Osijeku, Osijek, 2006. str. 129-148.
225. Novak, Branko; Sajter, Domagoj; Hadrović Zekić, Blaženka; **Mora li stečaj biti i 'smrt' trgovačkog društva? Odgovori Europske unije i Hrvatske**, XXVII. Wissenschaftliches Symposium Osijek - Pforzheim, Ekonomski fakultet u Osijeku i Fachhochschule Pforzheim, 2006., str. 77-100
226. Novak, Branko; Crnković, Ivica; **Klasifikacija dužnika banke prema razini poslovnih problema na osnovi podataka iz temeljnih financijskih izvješća**, Ekonomski pregled, god. 58 / br. 1-2, Zagreb, 2007., str. 41-71
227. Novak, Branko; Sajter, Domagoj: C**auses of bankruptcy in Europe and Croatia**, The Future of Monetary and Financial Stability in Europe, Scientific symposium Pforzheim-Osijek 2007. Pforzheim, Njemačka, 24-28.10.2007.
228. Novoselec, P.: **Aktualni problemi hrvatskog gospodarskog kaznenog prava**, Hrvatski ljetopis za kazneno pravo i praksu, vol. 14, br. 2/2007, Zagreb, 2007., str. 371-434
229. Novotni, Ivan: **Novi Stečajni zakon sa sudskom praksom i praktičnim primjerima**, Vizura, Zagreb, 2006.

O

230. Okeahalam, Charles C.; **Corporate governance and disclosure in Africa: Issues and challenges**, Journal of Financial Regulation and Compliance, Vol. 12, No. 4, 2004, str. 359–370
231. Omar, Paul; **European insolvency law**, Ashgate Publishing Ltd., 2004. Pregled dostupan na *Google books*: http://books.google.hr/books?id=n3k1jcC13N8C (Pristupljeno 02.08.2008)
232. Ooghe, H., De Prijcker, S.; **Failure processes and causes of company bankruptcy: a typology**, Department of Accountancy & Corporate Finance, Ghent University, Working Paper, No. 388, 2006.
233. Ooghe, H., Waeyaert N.; **Oorzaken van faling: literatuuroverzicht en conceptueel verklaringsmodel**, Economisch en Sociaal Tijdschrift, 57 (4), 2004., str. 367–393
234. Osmanagić Bedenik, Nidžara; **Kriza kao šansa**, Školska knjiga, Zagreb, 2003.
235. Ostrowski, Jeff; **Concept of Bankruptcy Stands in Contrast to Harsh Medieval Origins**, The Palm Beach Post, 27. lipnja 2002.

P

236. Palliam, Ralph; **Estimating the cost of capital: considerations for small business**, The Journal of Risk Finance, Volume 6, Issue 4, 2005.
237. Parker, Susan; Peters, F. Gary; Turetsky, F. Howard; **Corporate governance and corporate failure: a survival analysis**, Corporate Governance, Volume 2, Issue 2, 2002.
238. Pavlović, Šime: **Insolvencijska kaznena djela**, Aktualna pitanja kaznenog zakonodavstva 2004., Inženjerski biro, Zagreb, 2004.
239. Pejić-Bach, Mirjana; **Primjena modela diskriminacijske analize i financijskih pokazatelja u prognoziranju bankrota poduzeća**, Računovodsvo i financije, 1 / 1997, str. 515-532

240. Perez, Muriel; **Artificial neural networks and bankruptcy forecasting: a state of the art**, Neural Computing & Applications, Vol. 15, Issue 2, 2006., str. 154-163
241. Pindyck, R. S.; Rubinfeld, D. L.; **Econometric Models and Economic Forecasts**, McGraw-Hill, Tokyo, 1976.
242. Pistor, Katharina; Raiser, Martin; Gelfer, Stanislaw; **Law and Finance in Transition Economies**, The Economics of Transition, Volume 8, Issue 2, 2000., str. 325-368
243. Pompe, P. P. M.; Feelders, A. J.; **Using Machine Learning, Neural Networks, and Statistics to Predict Corporate Bankruptcy**, Computer-Aided Civil & Infrastructure Engineering, Vol. 12, Issue 4, 1997., str. 267
244. Pompe, Paul P.M.; Bilderbeek, Jan; **The prediction of bankruptcy of small- and medium-sized industrial firms**, Journal of Business Venturing, Volume 20, Issue 6, 2005., str. 847-868
245. Povel, P.; **Optimal 'soft' or 'tough' bankruptcy procedures**, J. Law Econ. Organ., 1999., 15: str. 659 – 684
246. Primorac, Žarko: **Financijsko restrukturiranje poduzeća**, Zbornik radova sa godišnjeg savjetovanja 'Aktualna pitanja hrvatskog gospodarstva i pravne prakse' u Opatiji 1996, Inženjerski biro, Zagreb, 1996.

Q

247. Quick, Chris*;* **The jury's still out on new EU insolvency legislation**, The Times (UK), 30. svibnja 2002.

R

248. Rajak, Harry; **Rescue Verus Liquidation in Central and Eastern Europe**, Texas International Law Journal, Vol. 33 Issue 1, 1998, str. 157-172
249. Rajan, Raghuram G.; Zingales, Luigi; **What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data**, Journal of Finance, Vol. 50, Iss. 5, 1995, str. 1421-1460
250. Rizov, M.; **Transition and enterprise restructuring: the role of budget constraints and bankruptcy costs**, Economics Letters, Vol. 86 Iss. 1, 2005., str. 129-134
251. Rogoff, Kenneth; Zettelmeyer, Jeromin; **Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas**, 1976.—2001., http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02133.pdf Rončević, Melita; **Stečajni zakoni iz 1853. i 1897. g. u Kraljevini Hrvatskoj i Slavoniji**, Glasnik arhiva Slavonije i Baranje, Osijek, 7-2003, str. 25-35
252. Rossant, John; **Why A Few Enrons Would Do Europe Good**, Business Week, 31. prosinca 2001, Issue 3764, str. 58
253. Routledge, James; Gadenne, David; **Financial distress, reorganization and corporate performance**, Accounting and Finance, Volume 40, Issue 3, 2000., str. 233-259

S

254. Sajter, Domagoj: **Rano predviđanje poslovnih poteškoća banaka**, magistarski rad, Sveučilište J. J. Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku, 2005.
255. Sajter, Domagoj; **Poslovna demografija i stečajevi u Europi i Hrvatskoj**, Znanstvene rasprave o suvremenim financijskim temama, Ekonomski fakultet u Osijeku, Osijek, 2006.
256. Sajter, Domagoj; **Regionalna indiciranost stečajeva u Republici Hrvatskoj**, Ekonomski vjesnik, Ekonomski fakultet u Osijeku. XIX (2007.) , 1 i 2; str. 31-42
257. Sarkar, Sumit; Sriram, Ram S.; **Bayesian Models for Early Warning of Bank Failures**, Management Science, Vol. 47, Issue 11, 2001., str. 1457-1475
258. Schönfelder, Bruno; **Ekonomska analiza zakona o stečaju: pregled literature**, Financijska teorija i praksa, 26 / 2002, str. 675-690
259. Schnitzer, Monika; **Enterprise restructuring and bank competition in transition economies**, The Economics of Transition, Volume 7, Issue 1, 1999., str. 133-155
260. Schwarcz, Steven L.; **Collapsing Corporate Structures: Resolving the Tension Between Form and Substance**, Business Lawyer, Vol. 60, Issue 1, 2004., str. 109-145
261. Schwartz, Alan; **Contracting About Bankruptcy**, J. Law Econ. Organ., 1997., 13: str. 127 - 146
262. Sen, K. Tarun; Ghandforoush, Parviz; Stivason, T. Charles; **Improving Prediction of Neural Networks: A Study of Two Financial Prediction Tasks**, Journal of Applied Mathematics & Decision Sciences, Vol. 8, Issue 4, 2004., str. 219-233
263. Sexton, Randall S.; Sriram, Ram S.; Etheridge, Harlan; **Improving Decision Effectiveness of Artificial Neural Networks: A Modified Genetic Algorithm Approach**, Decision Sciences Volume 34, Issue 3, 2003., str. 421-442
264. Shandro, Sandy; Jones, Ben; **Bankruptcy jurisdiction in the US and Europe: reconsideration needed**, Freshfields Bruckhaus Deringer, listopad 2005.
265. Shumway, Tyler; **Forecasting Bankruptcy More Accurately: A Simple Hazard Model**, Journal of Business; Vol. 74 Issue 1, 2001, str. 101 - 125
266. Smith, Malcolm; Graves, Christopher; **Corporate turnaround and financial distress**, Managerial Auditing Journal; Volume 20, Issue. 3, 2005.
267. Spathis, T. Charalambos; **Detecting false financial statements using published data: some evidence from Greece**, Managerial Auditing Journal, Volume 17, Issue 4, 2002.
268. Stiglitz, Joseph; **Bankruptcy Laws: Basic Economic Principles**, Resolution of Financial Distress – An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws, World Bank Institute, Washington, 2001., str. 1-22
269. Suarez, Javier; **Financial Distress, Bankruptcy Law and the Business Cycle**, Oxford Financial Research Centre Working Papers Series, http://ideas.repec.org/p/sbs/wpsefe/2004fe07.html (Pristupljeno 03.06.2008.)

Š

270. Šarlija, Nataša; **Modeli kreditnog rizika u ocjenjivanju kreditne sposobnosti malih poduzetnika**, doktorska disertacija, Ekonomski fakultet u Zagrebu, 15.11.2003.

271. Šepić, Nenad; **Izmjene Stečajnog zakona u funkciji bržeg ostvarivanja ciljeva stečajnog postupka**, Ovrha i stečaj u gospodarskoj i sudskoj praksi, Inženjerski biro, Zagreb, 1999.

T

272. Taber, P. Douglas; **Due diligence and commitment letter issues in bankruptcy and confirmation financing**, The Secured Lender, Vol. 55, Iss. 2, 1999., str. 28
273. Taffler, R.; **Forecasting company failure in the UK using discriminant analysis and financial ratio data**, Journal of the Royal Statistical Society, Series A, 145, 1982, str. 342–358.
274. Tan, N.W. Clarence ; Dihardjo, Herlina; **A study of using artificial neural networks to develop an early warning predictor for credit union financial distress with comparison to the probit model**, Managerial Finance, Volume 27, Issue 4, 2001.
275. Teubal, M.; Andersen, E.; **Enterprise restructuring and embeddedness: a policy and systems perspective**; Ind. Corp. Change, 2000., 9: str. 87 - 111
276. Thomas, Jonathan P.; **Bankruptcy Proceedings for Sovereign State Insolvency**, World Economy, Vol. 27, Issue 2, 2004., str. 265-279
277. Thorburn, Karin; **Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival**, Journal of Financial Economics, Volume 58, Issue 3, December 2000, str. 337-368
278. Thornhill, Stewart; Amit, Raphael; **Learning about failure: Bankruptcy, firm age, and the resource-based view**, Organization Science, Vol. 14, Iss. 5, 2003., str. 497
279. Tieman, Ross; **France Finally to Modernize Its Bankruptcy Laws**, Sunday Business (United Kingdom), 23. svibnja 2004.
280. Topolčić, Davor; Afrić, Vjekoslav: **Stečaj viđen očima zaposlenih: jedno hrvatsko poduzeće**, Društvena istraživanja, god. 9 (2000.), br. 6 (50), Zagreb, 2000., str. 955-976
281. Trigueiros, Duarte; Taffler, Richard; **Neural Networks and Empirical Research in Accounting**, Accounting & Business Research, Vol. 26 Issue 4, Autumn 1996, str. 347-355
282. Trigueiros, Duarte; **Comment**, European Journal of Finance, Vol. 3 Issue 3, 1997, str. 221-224
283. Tsakonas, Athanasios; Dounias, George; Doumpos, Michael; Zopounidis, Constantin; **Bankruptcy prediction with neural logic networks by means of grammar-guided genetic programming**, Expert Systems with Applications, Vol. 30, Issue 3, 2006., str. 449-461
284. Tseng, Fang-Mei; Lin, Lin; **A quadratic interval logit model for forecasting bankruptcy**, Omega, Vol. 33, Issue 1, 2005., str. 85-91

V

285. Varetto, Franco; **Genetic algorithms applications in the analysis of insolvency risk**, Journal of Banking & Finance, Volume 22, Issues 10-11, 1998., str. 1421-1439
286. Virgos, Miguel; Garcimartin, Francisco; **The European Insolvency Regulation: Law And Practice**, Kluwer Law International, 2004. Pregled dostupan na *Google books*: http://books.google.com/books?id=9AeYZjvWcfwC&hl=hr (Pristupljeno 07.07.2008.)

287. Vitezić, Neda; **Predviđanja stečaja i indikatori ranog upozorenja**, Financijsko restrukturiranje profitnog i neprofitnog sektora u Hrvatskoj, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb, 2006., str. 195-203
288. Vukelić, Mario: **Imovina stečajnog dužnika, unovčenje i djelomična dioba**, Četvrta novela stečajnog zakona, Narodne novine, Zagreb, 2006.

W

289. Welch, I.; **Why is bank debt senior? A theory of asymmetry and claim priority based on influence costs**, Rev. Financ. Stud., 1997., 10: str. 1203 - 1236
290. Wessels, Bob; **Realisation of the EU Insolvency Regulation in Germany, France and the Netherlands**, European Business Law Review, Kluwer Law International, Vol. 15, Issue 1, siječanj 2004, str. 73-83
291. West, David; Dellana, Scott; Qian, Jingxia; **Neural network ensemble strategies for financial decision applications**, Computers & Operations Research, Vol. 32, Issue 10, 2005., str. 2543-2559
292. Westbrook, Jay Lawrence; **Systemic Corporate Distress: A Legal Perspective**, Resolution of Financial Distress – An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws, World Bank Institute, Washington, 2001., str. 47-64
293. Westbrook, Jay Lawrence; **Chapter 15 at Last**, American Bankruptcy Law Journal, srpanj 2005, Vol. 79, Issue 3, str. 713-728
294. White, Michelle; **Bankruptcy Procedures in Countries Undergoing Financial Crises**, Resolution of Financial Distress – An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws, World Bank Institute, Washington, 2001., str. 25-43
295. White, Michelle; **Economic Analysis of Corporate and Personal Bankruptcy Law**, National Bureau Of Economic Research, Working Paper 11536, http://www.nber.org/papers/w11536 (Pristupljeno 02.06.2008)
296. Wiener, Richard L.; Baron-Donovan, Corinne; Gross, Karen; Block-Lieb, Susan; **Debtor education, financial literacy, and pending bankruptcy legislation**, Behavioral Sciences & the Law, Vol. 23, Issue 3, 2005., str. 347-366
297. Wieselhuber & Partner GmbH (2003.): **Insolvenzen in Deutschland - Insolvenzursachen und Erfolgsfaktoren einer Sanierung aus der Insolvenz**, http://www.wieselhuber.de/publikationen/studien.php (Pristupljeno 19.10.2007)
298. Wihlborg, Clas; **Insolvency and Debt Recovery Procedures in Economic Development –** An Overview of African Law, United Nations University - WIDER Discussion Paper, 27/2002
299. Wihlborg, Clas; **Basel II and the Need for Bank Distress Resolution Procedures**, Financial Markets, Institutions and Instruments, Volume 14, Issue 5, 2005., str. 359-369
300. Williams, Thomas; **What companies should know about Europe's insolvency rules**, International Financial Law Review, srpanj 2003, Vol. 22, Issue 6, str. 23
301. Wu, Rebecca C.; **Neural network models: Foundations and applications to an audit decision problem**, Annals of Operations Research, Vol. 75, Issue 1-4, 1997., str. 291-301

Y

302. Yap, Justin; **Faster, More Orderly Exit**, Celebrating Reform 2007: Doing Business Case Studies, Washington, World Bank and U.S. Agency for International Development. 2007.
303. Ying Yan: **Credit Rationing, Bankruptcy Cost, and Optimal Debt Contract for Small Business**, Finance 9612003, EconWPA, 1996. http://ideas.repec.org/p/wpa/wuwpfi/9612003.html (Pristupljeno 13.05.2008)

Z

304. Zavgren, Christine; **Assessing The Vulnerability To Failure Of American Industrial Firms: A Logistic Analysis**, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 12 Issue 1, Spring 1985, str. 19-45
305. Zenzerović, Robert; Peruško, Ticijan; **Kratki osvrt na modele za predviđanje stečaja**, Ekonomska istraživanja, 19-2, 2006, str. 132-151
306. Zhang, Guoqiang; Hu, Michael Y.; Patuwo, Eddy B.; Indro, Daniel C.; **Artificial neural networks in bankruptcy prediction: General framework and cross-validation analysis**, European Journal of Operational Research, Volume 116, Issue 1, 1999., str. 16-32
307. Zmijewski, Mark; **Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models**, Journal of Accounting Research, Vol. 22, Supplement 1984, str. 59-82
308. Zopounidis, C.; Doumpos, M.; **A multicriteria decision aid methodology for sorting decision problems: the case of financial distress**, Computational Economics, vol.14, no.3, 1999., str. 197-218