

# EKONOMSKA ANALIZA ZAKONA O STEČAJU: PREGLED LITERATURE

prof. dr. Bruno SCHÖNFELDER  
Technische Universität Bergakademie, Freiberg

Stručni članak\*  
UDK 336.7(497.5)(094.5)

## *Sažetak*

*Ekonomska literatura tek se nedavno počela intenzivnije baviti važnom problematikom zakona o stečaju. Pri oblikovanju zakona i njegovoj provedbi pojavljuje se pitanje opravdanosti očuvanja poduzeća u stečaju, što može biti korisno i vjerovnicima i cjelokupnome nacionalnom gospodarstvu. U članku se iznose iskustva više zemalja vezana za metode spašavanja poduzeća u stečaju, te se daje osvrt na nekoliko istraživanja kojima se pokušalo procijeniti koliko se poduzeća u stečaju moraju prodati ispod svoje stvarne vrijednosti. Podrobnije se obrazlažu razlozi i načini spašavanja financijskih ustanova te navode opasnosti od njihove likvidacije.*

*Ključne riječi: nelikvidnost, stečaj, zakonsko određenje stečaja, preuzimanje vlasništva poduzeća*

## **1. Uvod**

Iako to možda iznenađuje, ekonomska se analiza tek nedavno počela intenzivnije baviti problematikom zakona o stečaju te se kao prvi ozbiljniji prilog ističe Jacksonov rad (1986). Važnu zbirku radova ostvarili su Bhandari i sur. (1996), dok se vodećim teoretičarima smatraju Aghion, Bebhuk i Hart. Noviji (pomalo prerađeni) doprinosi djelo su Cabrilla i Depoortera (2000). Ekonomiste se većinom smatra mjerodavnim samo za koncept i *dizajn*, a za pojedinosti zakona o stečaju obično su zaduženi pravnici.

## **2. Je li potrebno kolektivno (zajedničko) djelovanje**

Prvo pitanje koje se pojavljuje u literaturi jest opravdanost zakona o preuzimanju tvrtki u stečaju. Uobičajeni je odgovor da u slučaju platno nesposobnog dužnika s više vjerovnika nastaje tzv. problem zajedničkoga (kolektivnog) djelovanja (*collective ac-*

---

\* Primitljeno (*Received*): 22. 6. 2001.

Prihvaćeno (*Accepted*): 24. 7. 2001.

tion problem<sup>1</sup>). Po pravilu, za vjerovnike je korisno da se usklade i namirivanje svojih potraživanja zahtijevaju zajedno umjesto da to čini svaki od njih pojedinačno. Takav zajednički postupak bio bi koristan i sa stajališta cjelokupnoga gospodarstva jer su tada troškovi manji nego pri pojedinačnom djelovanju, pogotovo s obzirom na potrebne brojne informacije koje mora prikupiti svaki pojedini vjerovnik. Navedeni su troškovi posebice visoki ako je riječ o dugovanju većem broju vjerovnika, pa svaki od njih nastoji prvi naplatiti svoje potraživanje. Pojedini vjerovnik ne mora prikupiti samo spoznaje o dužniku, već i o nastojanjima svakoga pojedinog vjerovnika. Nadalje, ako svaki vjerovnik zasebno potražuje svoj dio, mnogo je veća vjerojatnost da će doći do likvidacije dužnika. To je nedostatak onda kad zadužena tvrtka ima pozitivnu (urednu) poslovnu djelatnost (*going concern value*<sup>2</sup>) odnosno kada je njezina vrijednost veća od zbroja njezine pojedinačne imovine. U slučaju uredne poslovne djelatnosti prekid poslovanja (likvidacija) u većem ili manjem opsegu dovodi do njezina narušavanja, što je gubitak i za cjelokupno gospodarstvo kao i za vjerovnike. Pri prodaji poduzeća s pozitivnom vrijednosti poslovne djelatnosti može se više ostvariti nego prodajom pojedinih dijelova imovine i sljedom toga može se namiriti veći broj vjerovnika.

Problem zajedničkog djelovanja nastaje u organizaciji i vođenju samog postupka, a može biti pojačan ako poneki od vjerovnika nije spreman na suradnju. Bez zakonodavnog rješenja obično nitko nema dovoljan poticaj preuzeti i ostvariti potrebne organizacijske zadatke i obveze. Dok svi ili većina sudionika ima od toga koristi, često samo jedan snosi troškove – tako da to uvelike slični korištenju javnog dobra. Stoga je nepobitan zaključak o potrebi stvaranja pravnog reda kojim bi se osigurali nužni organizacijski preduvjeti. Jedna od mogućnosti jest da te preduvjete osigura država putem zakonodavnog određenja stečaja i prisile na zajedničko djelovanje, ali to nije jedini način. Vrlo je zanimljivo iskustvo britanskoga drugačijeg pristupa upravnom stečajnom postupku (*administrative receivership*<sup>3</sup>) u kojemu je problem zajedničkog djelovanja riješen tako da prema predlošku promjenjive naknade (*floating charge*<sup>4</sup>) vjerovnik koji je posjeduje dobiva ključnu ulogu u postupku. Taj vjerovnik vodi postupak tako da sudovi jedva sud-

---

<sup>1</sup> Autor u izvornom njemačkom tekstu koristi engleske izraze, stoga ćemo ih kada se prvi put pojave podrobnije objasniti i zamijeniti najboljim hrvatskim izrazom (nap. prev.). Autorove napomene vezane za tekst dane su u drugačijem fontu.

*Collective action problem* – problem zajedničkoga (kolektivnog) djelovanja. Ako pojedinci u nekoj skupini stvarno dijele zajednički interes, poboljšanje tog zajedničkog interesa automatski će koristiti svakom članu skupine, bez obzira na to je li on snosio dio troškova u poboljšanju tog interesa – Eatwell, Milgate, Newman. 1991. *The New Palgrave a Dictionary of Economics*, Volume 1, London: The Macmillan Press Limited.

<sup>2</sup> *Going concern value* – element vrijednosti (*value*) koji pripada imovini kao posljedica sposobnosti nastavljanja trgovine ili poslovanja te ostvarivanja dobiti nakon prijenosa vlasništva. U nekim državama poslovna aktiva za potrebe oporezivanja dobiti mora biti vrednovana prema svojoj nabavnoj cijeni (*historic cost*) (umanjenoj za amortizaciju, *depreciation*) ili po nižoj vrijednosti tekućeg posla (Porezni leksikon s višejezičnim rječnikom. 2000., Zagreb: Institut za javne financije).

*Going concern* je poslovna djelatnost koja je u potpunosti uređena i uredno posluje, pa je bankovne ustanove rado financijski prate (Perry, F. E.; Klein, G. 1989. *The Dictionary of Banking*, London: Pitman).

<sup>3</sup> *Administrative receivership* – upravni stečajni postupak što ga provodi upravitelj (*receiver*) kojega obično imenuje banka ili najveći vjerovnik; detaljnosti pogledati na <http://www.byrneassociates.co.uk/adrec.html>

<sup>4</sup> *Floating charge* – promjenjiva naknada što se mijenja u skladu s opsegom obavljenog posla, obično teče od dana imenovanja *recevera*.

jeluju u njemu jer je on na neki način privatiziran. O uspješnosti takvog postupka postoji, nažalost, relativno malo empirijskih istraživanja. Jedan od malobrojnih autora koji se time bavio jest Keith Pond, koji je proveo zanimljivo istraživanje na slučajnom uzorku od 99 *administrative receivershipa* u recesijskoj 1993. godini. Podaci tog istraživanja jasno upućuju na to da se moraju ozbiljno uzeti iskustva iz takvog pristupa kao alternativne kolektivnom djelovanju. Upravni stečajni postupak u navedenoj je recesijskoj godini proveden na približno petini svih nenaplaćenih potraživanja tvrtki u stečaju, dok su postupci i programi saniranja<sup>5</sup> (*rescue procedures*) u skladu s britanskim zakonima, odnosno upravni i dobrovoljni sporazumi tvrtki (*administration and company voluntary arrangement*) imali relativno malo značenje. Pond je utvrdio da su dvije trećine svih poduzeća u kojima je započet upravni stečajni postupak preživjela stečaj, što se može smatrati visokim stupnjem uspjeha.

Pokušat ćemo opisati temeljna obilježja tog postupka kako bi bilo jasno zašto se on čini privlačnim s teorijskog stajališta. Upravni stečajni postupak može započeti samo onda kada ga je potaknuo onaj vjerovnik koji posjeduje utvrđenu promjenjivu naknadu (*floating charge*). Promjenjiva naknada sredstvo je kreditnog osiguranja koje poznaje samo britansko zakonodavstvo i koje ima manju važnost od drugih poznatih načina osiguranja<sup>6</sup>. Nositelji promjenjive naknade mogu se namiriti samo od onoga što je ostalo od imovine nakon što su namireni vjerovnici s obilježjima "osiguranih" (*secured*) i "povlaštenih kreditora" (*preferred creditors*). Promjenjiva naknada je pravo posjedovanja (*lien*<sup>7</sup>) cjelokupne imovine koja pripada poduzeću ili mu priteče (nepromjenjiva, stalna naknada – *fixed charge*<sup>8</sup>, zadržavanje prava – *retention of title*), i to sve dok se ti predmeti ne mogu riješiti drugim pravima posjedovanja koje poznaje englesko kreditno pravo. Za razliku od fiducijarnog prijenosa vlasništva, za promjenjivu naknadu ne vrijedi načelo određenosti predmeta. Slijedom toga, ugovor u kojemu je utvrđena promjenjiva naknada ostaje prešutan za tražbine predmeta osiguranja. Dužnik će ponuditi mogućem davatelju kredita promjenjivu naknadu tek onda kada nema boljeg načina pružanja sigurnosti, odnosno kada mu je "voda došla do grla". Prednost promjenjive naknade za davatelja kredita koji na nju polaže pravo – a najčešće je riječ o banci – nije osobito zanimljiva stoga što bi mu omogućivala posjedovanje cjelokupne imovine dužnika (ona vjerovniku, istina, jamči dobivanje određene imovine, koja pojedinačno može biti male vrijednosti, pa ni pravo njezine pljenidbe ne znači mnogo). No u stvarnosti nije tako. Privlačnost promjenjive naknade jest to što vjerovnik ima pravo u slučaju nesposobnosti plaćanja ili određene povrede ugovora ostvariti upravni stečajni postupak i postaviti stečajnog upravitelja (*receivera*). Banka koja pristane na promjenjivu naknadu najčešće prije toga osigura kredit na temelju stalne naknade. Pravo postavljanja stečajnog upravitelja ima privlačnost zato što se time ostvaruje strateška prednost pred drugim vjerov-

---

<sup>5</sup> S postupcima i programima spašavanja zajedničko im je to da je zakonodavac razvojem tog postupka želio olakšati saniranje tvrtki.

<sup>6</sup> Prikaz prava vezan za promjenjivu naknadu može se naći kod Čulinović Herc (1998).

<sup>7</sup> *Lien* – pravo posjedovanja tuđe imovine sve dok se to potraživanje ne riješi drugim oblicima *liena* koje poznaje englesko zakonodavstvo o osiguranju kredita – imovine, odnosno sve dok osoba-vlasnik ne namiri dug.

<sup>8</sup> *Fixed charge* – nepromjenjiva, stalna naknada koja se isplaćuje u utvrđenim razdobljima i nije vezana za opseg obavljenog posla.

nicima. To se ne mora nužno koristiti i zloupotrebjavati u postupku, ali se pri posezanju za tom mjerom mora dokazati. Ono što nas zanima jest hoće li banka uopće prihvatiti promjenjivu naknadu ako vjeruje u postojanje uredne poslovne djelatnosti. Ako nije tako, tada će malo ostvariti promjenjivom naknadom. Dakle, riječ je o mehanizmu kojim se pruža pojas za spasavanje onim poduzećima za koja se vjeruje da se ima što za spasiti, te za koja su zanimanje i spremnost za program spašavanja pokazali vjerovnici – kreditori s promjenjivom naknadom koji dobivaju ključnu ulogu u odlučivanju i imaju najviše motiva za postizanje uspjeha u procesu jer su u pitanju njihova potraživanja. To se prije svega odnosi na velika, uglavnom industrijska poduzeća.

U cijelom svijetu, osim u Velikoj Britaniji, na otoku Manu i na nekoliko drugih mjesta, otvoreno je i slabo istraženo pitanje kada je i u kojim uvjetima povoljnije to nekolektivno djelovanje nego uobičajeni kolektivni pristup. Nekoliko britanskih ekonomista<sup>9</sup> duboko vjeruju u upravni stečajni postupak, i to pogotovo ondje gdje je sudstvo pod političkim pritiskom ili je korumpirano, odnosno slabo učinkovito – što je slučaj u većem dijelu svijeta.

### 3. Cilj postupka

U daljnjem radu izložiti ćemo mogućnosti djelovanja upravnoga stečajnog postupka i razmotriti postupak naplate potraživanja u skladu s odgovarajućim zakonom (pri čemu je sud organizator stečajnog postupka, a ne vjerovnik – nositelj promjenjive naknade), posebno imenovanje stečajnog upravitelja od nadležnog suda. Sljedeće je pitanje cilj djelovanja tog upravitelja<sup>10</sup>. Pritom pogotovo među akademskih ekonomistima prevladava relativno čvrsto jedinstvo. Oni nemaju probleme usmjerenosti (orijentacije) koje imaju pravnici, a pogotovo političari, a očituju se u brojnim zakonima o stečaju. Većina ekonomista vjeruje da je glavni cilj postupka što potpunije namirivanje vjerovnika i ništa više. Ne postoji veći broj ciljeva i sljedom toga oni nisu suprotstavljeni. Riječ je o pravilima o čijim ćemo iznimkama nešto reći u dijelu članka 3.1. Neprijeporno, ali većina se slaže da u postupku stečaja red namirenja tražbina različitih vjerovnika koja proizlaze iz ugovornih odnosa treba ostati nepromijenjen.

Zašto su ekonomisti o tome razmjerno (relativno) malo razmišljali? Iz takvog utvrđivanja ciljeva slijedi da tvrtka može nastaviti poslovnu djelatnost onda i samo onda ako ima urednu poslovnu djelatnost, odnosno ako joj je vrijednost veća od zbroja (sume) njezinih dijelova. Pojedine bi osobe izvan krugova ekonomista možda navele i neke druge ciljeve, posebice potrebu očuvanja radnih mjesta. Stoga trebamo malo bolje razmotriti taj primjer. Stav ekonomista o navedenim prijedlozima je drugačiji, te navodi na zaključak da će zatvaranje (uništavanje) tvrtke koja nema pozitivnu vrijednost poslovne djelatnosti imati važnost samo za različito postavljene ciljeve (najveće isplate dugova i spašavanja radnih mjesta) i obično ne utječe na potražnju za radnom snagom. Kao takav može biti koristan primjer spašavanja njemačke građevne tvrtke Holzmann u 1999. go-

---

<sup>9</sup> Posebno Bhandari and Weiss (eds.) (1996).

<sup>10</sup> Kad je riječ o upravnom stečajnom postupku, očito je suvišno raspravljati o tom pitanju. U njemu vjerovnik utvrđuje cilj koji ostvaruje posredovanjem stečajnog upravitelja.

dini<sup>11</sup>. To je spašavanje vjerojatno koristilo samo zaposlenima u Holzmannu, ali nije vodilo povećanju broja zaposlenih u cjelokupnome njemačkom graditeljstvu. Radna mjesta koja su bila očuvana u tom razmjerno loše vođenom poduzeću bila su bez ikakve veće medijske pozornosti uništena u drugim građevnim tvrtkama kao što su Heilit i Dycerhoff. Nimalo spektakularno jer je Waltergruppe za malo novca povećala svoj utjecaj na te tvrtke i taj povećani utjecaj odlučno upotrijebila za njihovo smanjivanje. Stoga nije teško shvatiti zašto je došlo samo do preseljenja uništavanja radnih mjesta u drugim tvrtkama, a uopće nije bilo riječi o njihovom očuvanju. Spašavanje Holzmannu nije vodilo povećanju potražnje za građevinskim radovima, a ako se pojačano ne gradi, ne treba ni veći broj radnika. Pri spašavanju Holzmannu nije se uopće radilo o očuvanju radnih mjesta, već više o rješavanju problema Deutschen Bank koja je godinu dana prije toga belgijskom Gevaertu prodala Holzmannove dionice te se bojala moguće tužbe za odgovornost i naknadu štete zbog davanja netočnih podataka.

### 3.1. Učinci ponude i njihovo značenje

Općenito se smatra da stečajni postupak utječe na potražnju za radnom snagom samo ako djeluje na krivulju ponude cjelokupnoga nacionalnoga gospodarstva. Po pravilu to nije slučaj pri uklanjanju posve suvišnih i gospodarski nedjelotvornih i nekorisnih proizvodnih kapaciteta.

Ti utjecaji na ponudu, koji se nazivaju *šokovima ponude*, imaju značenja samo ako je u stečaju znatan dio cjelokupnoga gospodarstva ili ako postoji velika nelikvidnost banaka pa prijeti njihov stečaj. U oba će slučaja stanje insolventnosti nepovoljno utjecati na sposobnosti nacionalnoga gospodarstva u proizvodnji potrebnih dobara i usluga, te na povećanje njihovih cijena. To se prije svega temelji na činjenici da će, ako je zahvaćenost stečajevima veća, odnosno ako je, primjerice, pogodila znatno više od 10% nacionalnoga gospodarstva, sigurno biti otežano organiziranje gospodarstva, poslovno djelovanje i zapošljavanje. Stoga se povećavaju tzv. troškovi rješavanja stečajeva cjelokupnoga nacionalnoga gospodarstva. Ti su troškovi veći i od troškova postupka, naknada odvjetnika i sl. Možemo navesti četiri takva primjera:

1. Tvrtke koje su dulje vrijeme u stečaju imaju mnogo veće teškoće ne samo pri prodaji svojih proizvoda i usluga, već i kod nabave potrebnih materijalnih preduvjeta za proizvodnju. Razlog tim teškoćama jest to što je njihova budućnost neizvjesna. Tako će se u suradnju s takvim tvrtkama ulaziti s velikim oprezom, ako će se uopće to i činiti, ukoliko bi moglo biti ugroženo ostvarivanje dugotrajnijih i složenijih projekata te je upitna njihova uspješna realizacija. To zahtijeva složeno i podrobno utvrđivanje ugovornih odredbi, dodatni nadzor kakvoće i uključivanje drugih poslovnih suradnika (partnera) u ostvarivanje projekta, što može značiti dodatne transakcijske i poslovne troškove.
2. U tvrtkama koje trpe zbog stečaja teško se može ostvariti uobičajena nabava materijala i normalno iskorištavanje proizvodnih kapaciteta.

---

<sup>11</sup> U skladu s odredbama Europske unije o odobravanju subvencija, riječ je o državnoj pomoći u visini 250 milijuna DEM.

3. Za vrijeme stečaja obično su ugrožene aktivnosti istraživanja i razvoja, što većinom uvjetuje pad proizvodnosti djelatnosti istraživanja i razvoja.
4. Tvrtka u stečaju obično je izložena povećanoj fluktuaciji zaposlenih, što stvara probleme u ukupnoj kadrovskoj strukturi te u stručnosti i znanju zaposlenih, a također pridonosi smanjenju proizvodnosti<sup>12</sup>.

Postoji niz razloga zbog kojih stečaj u pogođenim tvrtkama uvjetuje pad proizvodnosti. O obujmu tako nastalog smanjivanja proizvodnosti provedeno je nekoliko empirijskih istraživanja koja potvrđuju intuitivne procjene. Dosad ostvarene procjene kreću se u rasponu od 5 do 20% proizvodnih mogućnosti. Nadalje, postoje pokazatelji (navodi) da dolazi do dijeljenja Gibratova pokazatelja<sup>13</sup>, a da je mod mnogo manji<sup>14</sup>. Ako je stečajem i smanjivanjem proizvodnosti zahvaćen znatni dio tvrtki, narušava se stabilnost cjelokupnoga nacionalnoga gospodarstva.

Veliki stečajevi banaka pridonose prije svega šoku ponude jer znatno smanjuju opseg ponude kredita i uvjetuju nužan oprez drugih banaka u poslovanju kako bi očuvale potrebne pričuve likvidnosti. Tada tvrtke koje trebaju kredite do njih ne mogu doći jer se uvode kreditne restrikcije (*credit crunch*) – pa kredit nije dostupan bez drugih financijskih izvora i potpora jer podatke o poslovanju tvrtke zahvaljujući internim poslovnim odnosima ima samo njezina poslovna banka.

Drugo, zbog stečaja poslovne banke gube se podaci o poslovanju, npr. zbog odlaska referenata koji su radili na odobravanju kredita – pa tvrtka treba mjesec i godine da bi uspostavila odnose s drugom financijskom ustanovom, dokazala svoju ozbiljnost i pribavila kredite u potrebnom iznosu.

Veliki stečajevi banaka i njihova neuobičajena učestalost u cjelokupnom gospodarstvu stanje su u kojemu nije dovoljan stav o "maksimalnom zadovoljavanju vjerovnika" jer se znatno pomiče makroekonomska krivulja ponude, a posljedica toga je smanjivanje ukupno ostvarenog obujma proizvodnje. To sigurno povećava i nezaposlenost. Omogućivanje maksimalne naknade (isplate) vjerovnika kao utvrđenog cilja može se odrediti ako troškovi sa stajališta cjelokupnoga gospodarstva nisu veliki, odnosno ako ne prelaze nekoliko promila. Ostanimo načas pri specifičnoj situaciji u kojoj nije riječ o baš nebitnoj stvari. Smije li se i može li se, ta specifična situacija uzimati u obzir u zakonu o stečaju?

---

<sup>12</sup> Čitatelj može, s obzirom na navedeno, smatrati da se ti troškovi trebaju smatrati troškovima krize poduzeća čije se zakonske posljedice ovdje razmatraju, a ne troškovima tih zakonskih posljedica. Taj prigovor ne možemo priznati kada proučavamo rekapitalizaciju poduzeća putem državne pomoći kao jedine relevantne alternative stečajnom postupku.

<sup>13</sup> Gibratov pokazatelj upotrebljava se u stohastičkom modelu za proučavanje razvoja i povećanje tvrtke, a sastoji se od podataka o rastu, te obilježjima ulaznih i izlaznih promatranih jedinica. Opširnije vidjeti na <http://www.stern.nyu.edu/~jindex/tocs/abstract/toc1295/pp405433.htm> i <http://netec.mcc.ac.uk/WoPEc/data/Papers/wopbodewp361.html>

<sup>14</sup> Odgovarajuća literatura može se naći u Pulvina (1998) i Strömberga (2000).

### 3.2. Mogućnosti učinka ponude u zakonskom određenju stečaja

Pri stečajevima kreditnih ustanova (banaka) pitanje je može li se, je li potrebno i je li uglavnom uspješno primijeniti ili prilagoditi postojeće zakonodavstvo s područja drugih dijelova gospodarstva, kako je uobičajeno u ostalim zakonima (poput zakona o kreditnom poslovanju). To se obično rješava izvan uobičajenih zakona o stečajevima, i ostvaruje se odgovarajućim zakonom o bankama. Naprotiv, nije riješeno pitanje kako se ponašati pri čestim stečajevima nebankarskih ustanova. Ekonomika dosad nije dala jasan odgovor na pitanje trebaju li zemlje koje od toga pate imati specifičan i poseban zakon o stečajevima. Riječ je prije svega o bivšim socijalističkim zemljama. U tim je zemljama nakon pada socijalizma veći dio nacionalnoga gospodarstva bio zreo za stečaj, a često je to tako i danas. Iznimke od tog pravila mogu se naći gotovo isključivo u srednjoistočnoj Europi i na Baltiku. Kad je riječ o azijskoj financijskoj krizi, u sličnom se položaju nalaze neke iz skupina novointerijaliziranih azijskih zemalja. U njima je velik dio ukupnih gospodarskih ostvarenja bio koncentriran u manjem broju tvrtki jer je tako bila usmjerena gospodarska politika. Ponajbolji primjer za to je Južna Koreja, gdje je u desetak *chaebola* bila koncentrirana trećina ukupne gospodarske proizvodnje zemlje, a oni su u vrijeme izbijanja azijske krize bili posve zreli za stečaj. Vrlo je slično bilo u Indoneziji ili na Tajlandu.

Ta specifična situacija postaje neizvjesna ne samo s obzirom na uspješnost djelovanja, nego sigurno i zbog manjkavosti zakona o stečaju, te je potrebno naći način daljnjeg vođenja znatnog dijela stečajevima pogođenih tvrtki. Sporno je kako to provesti. Državna društva za saniranje koja se osnivaju radi rekapitalizacije određenih tvrtki samo su rijetko bila uspješna. Njemački Treuhand, bez obzira na svoj loš ugled, pozitivna je iznimka, što se ne može u potpunosti objasniti bez uzimanja u obzir činjenice da je bio izložen mnogo manjem političkom pritisku zaposlenika u poduzećima pogođenim stečajem nego što je to uobičajeno u takvim društvima (*Aufangsgesellschaften*). Treuhand prije svega zastupa interese zapadnonjemačkih birača te mu je u interesu što uspješnije saniranje tvrtki u nekadašnjemu državnom vlasništvom.

Ako državna društva za upravljanje i saniranje tvrtki u stečaju samo rijetko ponude dobro rješenje, valja prema drugim mogućnostima imati drugačiji stav. Počinje se vjerovati da zakon o stečaju može riješiti veći dio problema nego što se uobičajeno predviđa, ako se odabere provedba novog postupka poznatoga pod nazivom *Aghion-Bebchuk-Hart*. Zasad ne postoje iskustva o njegovoj provedbi. Najvažnija obilježja tog postupka naznačit ćemo na kraju našeg teksta. Svjetska banka nije se dosad odlučila treba li preporučiti taj postupak. U nizu materijala Svjetske banke mogu se ipak naći savjeti kako bi zemlje u posebnom položaju trebale biti inspirirane Londonskim pravilima ili francuskim *reglement amiable*. Nažalost, u materijalima Svjetske banke ostaje uglavnom prilično nejasna sama provedba tog postupka<sup>15</sup>. Pritom je posve nerazvidno mogu li navedeni izvori inspiracije biti plodonosni. U Londonskim pravilima Bank of England svojim autoritetom, stručnošću i angažmanom osoblja predlaže i sudjeluje u pregovorima u posebnom postupku između (velikih) vjerovnika ugrožene tvrtke. Usprkos tome što je taj postupak u Engleskoj relativno često uspješan, upitno je bi li isti postupak u bivšim

---

<sup>15</sup> Vidjeti World Bank (2000).

socijalističkim zemljama imao jednak uspjeh jer bi u njima bilo teško naći posrednika koji ima tako neosporan integritet i stručnost kao što ga ima Bank of England. Francuski *reglement amiable* ide u posve suprotnom smjeru i predviđa iznuđivanje tako da se uporna (tvrdoglava, odbojna) manjinska skupina vjerovnika prisili na prihvaćanje namirivanje potraživanja. Dvojba tog *reglement* jest samo to što je od 1848. godine, kada je prvi put bio ozakonjen, od tada šest puta potpuno promijenjen, a usprkos naporima vezanim za promjene, postupak se rijetko primjenjivao, pa ima malo praktično značenje. Stoga bi se teško moglo predlagati i ostvariti uspješno prenošenje i primjena tog modela u tranzicijskim zemljama.

#### 4. Dražba kao način ostvarivanja cilja

Kada se kod oblikovanja zakona o stečajevima kao cilj odredi maksimalna isplata vjerovnika, najvažnije pitanje na koje se ubrzo nailazi glasi: kako postići taj maksimum? Na prvi pogled odluka o tome može se činiti posve jasnom: stečajni upravitelj pokušava najprije dati tvrtku kao cjelinu na dražbu. Stečajni upravitelj utvrđuje vrijednost minimalne ponude. Minimalna je ponuda jednaka vrijednosti procijenjene zarade koja se može ostvariti pojedinačnom prodajom imovine. Ne prihvaćaju se ponude koje su niže od te vrijednosti. Ako nijedna ponuda ne prelazi procijenjenu vrijednost cjelokupne tvrtke, dolazi se do zaključka kako ona nema urednu poslovnu djelatnost, pa stečajni upravitelj počinje davati na dražbu pojedine dijelove tvrtke.

Ugledni ekonomisti, npr. Jensen (1991), smatraju stav da bi to trebalo biti jedino prihvatljivo temeljno načelo stečajnog postupka. Ipak, taj stav trpi određene prigovore. Prvi je prigovor tom stavu da se u stvarnosti gotovo nikada ne provodi formalna dražba. Često se stečajni upravitelj obraća i drugim tvrtkama (pokatkad je riječ samo o jednoj ili o nekoliko njih) za koje vjeruje da mogu biti zainteresirane za preuzimanje tvrtke u stečaju, te pokušava u tim pregovorima odabrati najbolju ponudu. Radi uspješnosti tih pregovora s izabranim zainteresiranim ponuđačem, mogu se davati i povjerljiva priopćenja (informacije) o poslovanju tvrtke koja će utjecati na odgovarajuću ponudu, odnosno koja mogu potaknuti na povećanje iznosa ponude. Omogućiti li se, naprotiv, svakom zainteresiranome uvid u poslovanje tvrtke i istodobno priprema formalne dražbe, do vremena njezina održavanja bit će obznanjene sve poslovne tajne tvrtke i konkurenciji se nudi mogućnost da ih (zlo)upotrijebi u svoju korist. Posljedica može biti znatno smanjenje vrijednosti promatrane tvrtke. U najmanju ruku može se smatrati da se uz znalačko poslovanje sposobnog stečajnog upravitelja učinak njegova djelovanja ne razlikuje bitno od idealne dražbe.

Stvarni problem s teoretskim modelom dražbe jest nešto drugo. Kada se velika tvrtka znatne vrijednosti prodaje kao cjelina, može se dogoditi da nijedna ponuda ne bude iznad minimalne procijenjene vrijednosti iako tvrtka ima pozitivnu poslovnu djelatnost. Tada dolazi do njezine likvidacije iako to nije u interesu njezinih vjerovnika. Taj je prigovor empirijski bitan sve dok se traži neki drugi postupak kojim se rješava taj problem. Vjerojatno bi stoga bilo vrijedno naći načine očuvanja pozitivne vrijednosti poslovne djelatnosti u slučaju prodaje tvrtke u cijelosti. Dosad je to tek djelomično uspijevalo i nije pronađen zadovoljavajući odgovor na to pitanje. Čini se da se taj problem može po-



javiti samo u perspektivnim gospodarskim granama, što se uočava iz uspješnosti u borbi za preuzimanje kontrole. Kao primjer možemo navesti neprijateljsko (grubo) preuzimanje njemačke tvrtke za mobilnu komunikaciju Mannesmann od engleskog poduzeća Vodaphone. Zanimljivo je pri tom skupom (205 milijardi eura – nap. prev.) i dugotrajnom preuzimanju kontrole pobjednički Vodaphone dioničarima Mannesmann nije ponudio gotov novac već vlastite dionice. Ljudi su pretežito neskloni riziku, pa im se pri ponudi gotovine može ponuditi manji iznos nego ako im se nude rizične vrijednosnice. Preuzimanje bi i dioničarima Vodaphonea bilo jeftinije ako bi Vodaphone isplatio dioničare Mannesmann u gotovini, a ne vlastitim dionicama. Zašto Vodaphone nije ponudio gotov novac? Vjerojatno je glavni razlog bilo to što bi čak i za poduzeće veličine Vodaphonea bilo teško osigurati potrebna likvidna sredstva. Ako je u stečajnom postupku riječ o razmjerno velikoj tvrtki, ponuđač mora platiti u gotovu novcu i ne smije kao sredstvo plaćanja ponuditi vlastite dionice.

Taj se problem pogotovo pojačava pri stečajevima jer se oni najčešće događaju kada je u teškoćama cjelokupna gospodarska grana kojoj pripada stečajna tvrtka. Tako obično najbolji ponuđači, koji najpreciznije mogu ocijeniti tvrtku i detaljnije poznaju specifičnu imovinu kojom raspolaže stečajna tvrtka a koja se može upotrijebiti za povećanje prihoda, uglavnom nemaju dovoljno gotovine. Teoretski se može zamisliti da ponuđač ne bude jedan, već da zajedno nastupi nekoliko tvrtki koje mogu uspješno riješiti probleme potrebnih gotovinskih sredstava. To je ipak samo teoretska mogućnost jer su troškovi zajedničkog nastupa ponuđača visoki.

## 5. Pulvino protiv Strömberga

Navedena bi razmišljanja mogla dovesti do zaključka da se poduzeće u stečaju koje treba prodati u razmjerno kratkom roku često mora prodati "ispod cijene". Dosad su malobrojna ozbiljna istraživanja o visini tog smanjenja, a ona podliježu i metodološkim teškoćama jer se teško može spoznati "prava vrijednost" takvog poduzeća. Najozbiljnije istraživanje dosad napravio je Pulvino (1998). Strömberg (2000) kritički je preispitao Pulvinove zaključke. Stoga ćemo dati osvrt na Pulvinov rad, a nakon toga i na Strömbergovo istraživanje. Pulvinu u prilog govori činjenica da se velika tvrtka daje na prodaju uz znatnije smanjenje cijene kada je u krizi gospodarska grana ili cjelokupno gospodarstvo kojemu ona pripada, i to također samo u društvima koje imaju razvijeno financijsko tržište. U gospodarstvima sa slabije razvijenim financijskim tržištem to bi moglo biti još izrazitije (*a fortiori*).

Pulvino nije razmatrao poduzeća u stečaju već rabljene zrakoplove. Njegovi zaključci mogu se s pouzdanošću primijeniti i na tvrtke, jer je u oba primjera riječ o specifičnom dobru koje pri promjeni vlasništva ne omogućuju ostvarivanje velikog prihoda većem broju kompanija, već samo nekolicini njih. Zračni prijevoznici gotovo su jedini koji se mogu najučinkovitije koristiti rabljenim zrakoplovima. Krug mogućih ponuđača sužava se zbog specifičnosti da su poduzeća u stečaju s urednom poslovnom djelatnosti prije svega zanimljiva tvrtkama koje već posluju ili namjeravaju poslovati u istoj gospodarskoj grani. Rabljeni zrakoplovi (razmatrali su se samo putnički) imaju jednaka obilježja kao i srednja i velika poduzeća u stečaju – skupi su pa stoga kupac mora biti u

stanju prikupiti znatna tekuća financijska sredstva. Relativno je usko tržište i za poduzeća u stečaju i za zrakoplove, pa pokušaji da se organizira burza rabljenih zrakoplova nisu bili uspješni. Zrakoplovi su relativno homogeno dobro i poznavatelj je u prilično povoljnom položaju jer može ocijeniti za koliko se može prodati pojedini zrakoplov i kako bez žurbe naći kupca koji je spreman platiti dobru cijenu. S tom procijenjenom vrijednošću može se usporediti cijena koja se ostvaruje u uvjetima nužne prodaje, a razlika između njih je smanjenje. Praćene su cijene rabljenih zrakoplova na američkom tržištu koje nude zračni prijevoznici u financijskim teškoćama i vjeruju da će tako ostvariti potrebna likvidna sredstva. Pulvino je procijenio da, ako je gospodarska grana u krizi, pri nužnoj prodaji smanjenje iznosi 14%. Ako je gospodarska grana u uzletu, tada gotovo nema smanjenja. Stoga je zaključio da se pri nužnoj prodaji poduzeća u stečaju u kriznoj gospodarskoj grani može očekivati smanjenje od 14% ili više jer su zrakoplovi prilično homogeno dobro za koje postoji relativno mnogo zainteresiranih (mogućih kupaca) poput zračnih prijevoznika, tvrtki za najam i sl. Smanjenje cijene poduzeća stoga može biti mnogo veće od trenutne poslovne djelatnosti, pa može doći do likvidacije tvrtke, iako bi njezino daljnje poslovanje bilo korisnije za vjerovnike.

Pulvinovi teorijski argumenti temelje se na istraživanju Shleifera i Vishnyja (1992). Iz toga bi se trebalo zaključiti da poduzeća ne raspolažu s više vlastitog kapitala nego što je potrebno jer je tuđi jeftiniji kapital sve dok raspolažu potrebnim jamstvom za otplatu kredita. Sigurni su krediti povoljniji, a time je manji i problem principal – agent (*agency probleme*<sup>16</sup>). Gospodarske se grane uvelike razlikuju po iznosu potrebnoga vlastitog kapitala. To najviše ovisi o tome kolika je potrebna aktiva (imovina) poduzeća za osiguranje kredita (odnosno koliko je ona specifična u odnosu prema drugima<sup>17</sup>...). Kada poduzeća ne drže više vlastitog kapitala nego što je potrebno, ona ne mogu u kratkom roku mobilizirati znatniji iznos sredstava potrebnih za financiranje kupnje relativno skupog poduzeća u stečaju. To je ograničenje manje važno u perspektivnoj gospodarskoj grani s povoljnim uvjetima razvoja jer tvrtke koje pripadaju toj grani ostvaruju veliku dobit, jačaju vlastitu kapitalnu osnovicu, što im olakšava pribavljanje dodatnog kapitala (sredstava). Ograničenje je bitnije ako je gospodarska grana u lošem stanju. Tada se može dogoditi da druga poduzeća iz te grane, mogu ponuditi samo mali iznos sredstava za kupnju i zbog toga tvrtku u stečaju kupuje tvrtka izvan te grane, koja posjeduje sredstva, ali ne i potrebna specifična poduzetnička znanja koja se u grani traže tako da slijedi likvidacija tvrtke usprkos njezinoj pozitivnoj poslovnoj djelatnosti. Aktiva poduzeća u stečaju otići će tada u programe preuzimanja koji ostvaruju manju dobit, raspoloživa se sredstva neće koristiti na najbolji već na relativno lošiji način jer ih novi vlasnik nije sposoban usmjeriti na najprofitabilniju upotrebu. Na primjer, zrakoplovi što ne pripadaju zračnom prijevozniku koji može organizirati njihovu svakodnevnu upotrebu obično dulje stoje neiskorišteni kod tvrtke za njihovo iznajmljivanje koja traži unajmljivača. Problem nestaje ka-

---

<sup>16</sup> *Agency probleme* – problem agenta, poznat kao i Problem principal – agent (*Principal-Agent Problem*) Kada jedna osoba (principal) želi da druga osoba (agent) nešto učini, tada principal mora odrediti poticaje za agenta na taj način da očekivana dobit principala bude maksimizirana (Rosen, 2000. *Javne financije*, Zagreb : Institut za javne financije).

<sup>17</sup> Glavno je pitanje koju vrstu aktive (imovine) tvrtka daje za potrebna kreditna jamstva. Na primjer, zapljena i prodaja osobnog automobila u slučaju neotplate kredita razmjerno je jednostavna, ali je to mnogo teže ako su u pitanju specifični specijalizirani strojevi, za koje je tržište mnogo uže.

da u gospodarskoj grani ima poduzeća s vlastitim kapitalom daleko iznad svojih potreba (pa stoga rado iskorištavaju takve prilike za povoljne kupnje). Takvih poduzeća ima u razvijenim tržišnim gospodarstvima. To su tipična poduzeća koja su u duljem razdoblju postigla mnogo veće dobitke nego što ih mogu ostvariti od ulaganja u svoje poslovanje, a nastoje zadržati svoju dobit, odnosno ne isplatiti je kao dividendu (što može biti ostvareno zbog osobnog interesa menedžera u poduzećima koje oni kontroliraju). Mala je vjerojatnost da će takvih poduzeća biti u zemljama u razvoju i u tranziciji.

Te je Pulvinove tvrdnje kritizirao Strömberg, koji je proveo istraživanje o stečajnom postupku u 200 švedskih poduzeća. Ti su stečajevi provedeni u razdoblju od 1989. do 1991. godine, u vrijeme kada je švedsko gospodarstvo bilo u ozbiljnoj krizi, a loš glas o njemu dosegao vrhunac. Švedska su poduzeća često djelovala u otežanim uvjetima likvidnosti pa su morala biti vrlo pozorna u očuvanju likvidnosti, a ona koja nisu imala takvih teškoća nastojala su ulagati izvan Švedske. Tada bi kao stranci kupovali švedska poduzeća u stečaju, te je zavladała iskrena sumnja postoji li uopće mogućnost ozdravljenja švedskoga gospodarstva. Potrebno je upozoriti da je u takvim uvjetima opći pad vrijednosti poslovne djelatnosti veći od uobičajenoga (odnosno vrijednost poslovne djelatnosti veća je od uobičajene vrijednosti koja se može ostvariti na tržištu) jer se ne može postići nikakav veći utržak od prodaje, ali je istodobno time olakšana identifikacija poduzeća koja imaju urednu poslovnu djelatnost. Važno je istaknuti da je Švedska u to doba imala i tradicionalni zakon o stečaju i nagodbi (koji nije bio pod utjecajem američkog zakonodavstva sadržanoga u Odjeljku 11) s postupkom nagodbe čija je praktična vrijednost bila podjednako malena kao i u njemačkom zakonu.

Nakon Pulvinove analize može se pomisliti da gotovo uvijek dolazi do likvidacije poduzeća u stečaju i da je izgubljena moguća vrijednost uredne poslovne djelatnosti. Strömberg dolazi do zaključka da to nipošto ne mora uvijek biti tako. Problem nepostojanja ponuđača često se može riješiti tako da poslovna banka poduzeća u stečaju uz određenog menedžera odobri zajam kojim poduzeće može uspješno izaći iz nelikvidnosti i osloboditi se prijetnje stečaja. Time se može riješiti problem nedostatka platno sposobnih ponuđača iz iste gospodarske grane. Dugogodišnjom poslovnom suradnjom poslovna je banka također u relativno dobrom položaju da identificira menadžment<sup>18</sup> kojemu se može pouzdano povjeriti daljnje vođenje poduzeća i procijeniti može li se očuvati pozitivna poslovna djelatnost. Započinjanje stečajnog postupka i, slijedom toga, prodaja poduzeća trebali bi pridonijeti tome da poduzeće riješi svoje rangirane obveze. Njegova poslovna banka, koja je gotovo uvijek najbolje osigurani vjerovnik, ne bi mnogo izgubila likvidacijom poduzeća, ali bi i za banku bilo više nego korisno daljnje poslovanje poduzeća jer za kredit kojim će se financirati preuzimanje ona može tražiti relativno visoke kamate – a to je, zahvaljujući otpisu potraživanja nižeg reda prvenstva, također relativno siguran kredit. Strömberg navodi stopu uspjeha u jednoj trećini tvrtki, odnosno

---

<sup>18</sup> Zamislimo da je započet postupak stečaja tijekom kojega upravitelj obično najprije pokušava prodati tvrtku u stečaju po pozitivnoj vrijednosti poslovne djelatnosti i nastoji naći nekoga tko bi je kupio u cijelosti. Javlja se mogući kupac: to je jedan menadžer ili skupina menadžera tvrtke u stečaju, i oni mogu dati dobru ponudu jer su od poslovne banke tvrtke u stečaju dobili kredit baš za tu namjenu. Razumljivo, poslovna banka tvrtke u stečaju ne odobrava kredit bilo kojemu menadžeru, već samo onome za kojega vjeruje da je dovoljno sposoban promijeniti stvari na bolje. To može biti netko dotad nije bio na samom vrhu tvrtke, ali je banci poznat jer je ona s tvrtkom poslovala niz godina.

približno je trećina poduzeća u stečaju na taj način nastavila poslovati. Takav daljnji nastavak poslovanja pogotovo je čest kada je cijela gospodarska grana u ozbiljnim problemima pa je prodaja nekome izvan nje vezana za visok stupanj smanjenja vrijednosti tvrtke. Pritom je važna i posebnost proizvodnje samog poduzeća. Strömbergovi rezultati mogli bi sugerirati da je švedska reforma zakona o stečaju tijekom 90-ih<sup>19</sup> trebala riješiti problem koji u Švedskoj nije ni postojao. Za nas je posebice zanimljiv znatan stupanj uspješnosti tog postupka: važan je čvrst poslovni odnos s bankom, banka mora biti dovoljno stručna i financijski jaka, ne smije biti korumpirana ni podložna političkim pritiscima. To su sve uvjeti koji se u mnogim zemljama ne mogu ispuniti.

## 6. O važnosti Pulvinova učinka

S tim u vezi važno je navesti da problemi s određivanjem primjernoga (uzornog modela) *školskoga* stečajnog postupka na način sličan javnoj dražbi u razvijenim tržišnim gospodarstvima možda nije dovoljno ozbiljan za uspješno stvaranje (oblikovanje) nekoga drugačijeg (alternativnog) postupka. Drukčije je sa zemljama u razvoju i tranziciji, a često i s novoundustrijaliziranim zemljama. U njima očito nedostaju platno sposobni kupci za sva poduzeća, osim onih vrlo malih. To je, naravno, posebice zamjetno ondje gdje je gospodarska politika u prošlosti bila usmjerena na razvoj velikih poduzeća, npr. u Južnoj Koreji ili u većini nekadašnjih socijalističkih zemalja. Djelomični izlaz iz toga bilo bi omogućivanje stranim ponuđačima da se jave. Naime, oni ne bi imali teškoća prikupiti dovoljno gotovinskih sredstava, ali to, naravno, nije uvijek uputno sa stajališta domaćeg stanovništva. Taj je način i zbog političkih razloga znatno manje poželjan nego što se to može činiti. Stranci će dolaziti s velikom zadržskom ili se uopće neće javljati kao ponuđači ako ne mogu dobiti uvid u gospodarske i političke uvjete u zemlji u koju ulaze i s tim povezan ulagački rizik, a pogotovo kada u njoj vlada više ili manje kaotično stanje, kada ne mogu naći pouzdanoga domaćeg partnera za zastupanje interesa, kada ne postoji stabilni pravni poredak, a politički je rizik velik. U takvim uvjetima domaći ponuđači imaju znatne prednosti pred strancima jer im je postojeće stanje mnogo bliže i jasnije (imaju odgovarajuće veze i poznanstva, znaju koga treba potkupiti i koliko itd.). To se jasno očitivalo u većini srednjoeuropskih i istočnoeuropskih zemalja u kojima su nakon političkih promjena strani ulagači prvih nekoliko godina bili vrlo oprezni i čekali hoće li se uvjeti stabilizirati. Tek je posljednjih nekoliko godina u Češkoj Republici i Poljskoj, a u zadnje vrijeme i u Slovačkoj, zabilježen masovniji priljev stranog kapitala. U balkanskim zemljama većinom nema stranih ulagača koji bi preuzeli poduzeća u stečaju, a ako se poneki i javi, obično je usamljen. Kako nema natjecanja među ponuđačima, ponudena će vrijednost teško biti veća od početne tražene vrijednosti, a kako je razlika između najniže ponude i *stvarne vrijednosti* tvrtke njezina pozitivna poslovna djelatnost, vjerovnici tvrtke u stečaju najvjerojatnije će dobiti tek mali dio vrijednosti poslovne djelatnosti tvrtke. Vrijednost ponude mogla bi se povećati samo ako bi bilo više ponuđača, što bi značilo i dosezanje točke u kojoj se (najčešće) ostvaruje pozitivna vrijednost poslovne djelatnosti tvrtke.

---

<sup>19</sup> Time je ostvarena švedska verzija američkog zakona o stečajevima poznatoga kao Odjeljak 11 (*Chapter 11*).

## 7. Nagodba

Pravni poredak mnogih zemalja već dugo poznaje postupke nalaženja potrebnih rješenja. To nipošto nije otkriće američkog zakona o stečaju iz 1978. godine. Takvi su postupci stari način stečajnog postupka zamjenom potraživanja za udio u vlasništvu (*equity receivership*) običajnog prava (*common law*) i američkih zakona o stečaju iz 1898. godine, te dobre stare nagodbe koje su odavno poznate u većini zemalja kontinentalne Europe. Te postupke prate mnogi problemi, ali ovdje ćemo upozoriti samo na neke koji su Hartu (1994) bili posebice zanimljivi. Kako je on naglasio, nedostatak tih postupaka je u tome što se njima žele povezati i istodobno riješiti dva pitanja: što bi se trebalo dogoditi s poduzećem i kako bi trebalo razdijeliti preostalu imovinu na različite skupine vjerovnika; ili im je nedostatak to što neki od tih postupaka izbjegavaju problem miješanja tih dvaju pitanja, ali su u konačnici nepraktični te se malokad upotrebljavaju.

Primjer spomenutoga je dobra *stara* nagodba o rješavanju potraživanja. Mnogi zakoni o nagodbama pokušavaju ukloniti prezaduženost tako što vjerovnik s potraživanjima najnižeg reda prvenstva (najnižih isplativih redova u hrvatskom Stečajnom zakonu) putem odluke većine (koja ima jednak red prvenstva) zaključuje djelomični oprost svojih potraživanja, a preostala potraživanja pokatkad zamjenjuje za udio u vlasništvu tvrtke. To ima praktično značenje samo ako negativna neto-vrijednost imovine (zbroj imovine i primitaka manji je od obveza) nije prevelika. Ako je ona veća od zahtjeva vjerovnika s potraživanjima najnižeg reda prvenstva, postupak ne može uspjeti. Ako zakon predviđa da su porezne obveze višeg reda prvenstva od najnižega, vrlo je neizvjestan uspjeh nagodbe jer je premalo vjerovnika koji imaju najniži red prvenstva. Problem takvoga malog duga trebao bi se po pravilu rješavati izvan suda. Često nije određen potreban iznos udjela nisko rangiranih potraživanja. Na primjer, udio može biti vrlo malen, pa svejedno zaposleni imaju viši red prvenstva potraživanja u stečajevima. Viši red prvenstva potraživanja zaposlenih u uvjetima nastanka nagodbi zbog stečajeva već dugo postoji i imao je opravdanje u egzistenciji zaposlenih u doba kada još nije postojalo materijalno-pravno osiguranje nezaposlenih (odnosno novčana naknada za vrijeme nezaposlenosti). Za mnoge osobe koje traže posao novčana je naknada najvažniji izvor primanja potrebnih za život, a opasnost da se ostane nezaposlen bez vlastite krivnje ne može se umanjiti diversifikacijom – jer bi zaposlenik istodobno trebao biti u više različitih radnih odnosa, što je teško ostvarivo, ali osiguranje protiv takvih opasnosti poboljšava položaj zaposlene osobe. Ipak, ako takvo osiguranje već postoji u obliku javne materijalno-pravne zaštite nezaposlenih i ako je to s teorijskog stajališta osiguranja optimalno riješeno, tada ne postoje razlozi za dodatno osiguranje putem višeg reda prvenstva i položaja povlaštenog vjerovnika u zakonu o stečaju. Viši red prvenstva potraživanja vezan za stečajeve može biti još lošije utemeljen jer je zapravo element državne prosudbe i onemogućuje provedbu nagodbe. Usprkos tome, takva su rješenja sadržana u mnogim pravnim odredbama. U Njemačkoj je tijekom 1970-ih dobra stara nagodba gotovo posve izgubila značenje zbog reformi građanskog zakonika (*Bürgerliche Gesetzbuch*) u području ugovora o radu. Nakon toga poduzeće koje se nalazi u nagodbenom postupku mora uskladiti otpuštanja s izdašnim (rastrošnim) socijalnim programom, a ti dodatni troškovi čine se posve besmislenima sa stajališta oprosta potraživanja rangiranih vjerovnika.

Ako je negativna neto vrijednost imovine veća od zahtjeva vjerovnika s potraživa-njima najnižeg reda prvenstva, problem naplate potraživanja može se pokušati riješiti ta-ko što se neka druga skupina vjerovnika odrekne većega ili manjeg dijela svog potraži-vanja. To je model sadržan u Odjeljku 11 (*Chapter 11*) američkog zakona o stečaju. Ali tada se odmah pojavljuje pitanje tko se i koliko mora odreći. Kako u tome ne postoje ni-kakvi neutralni (objektivni) pokazatelji i nepristrana pravila, o tome se može nadugo raspravljati, pa se može isplatiti strategija odugovlačenja. Pravni poredak poznaje odred-be koje bi trebale ograničiti takvo opstrukcijsko ponašanje, npr. američki zakon "ugu-ravanja" (*cram down*) ili njemački zakon o zabrani opstrukcije (uvelike preuzet u član-ku 241. hrvatskoga Stečajnog zakona, NN 44/96), ali postoji opće jedinstvo da u stvar-nosti osim u iznimnim slučajevima vjerojatno malokad dolazi do ugravanja, pa to ni-je ozbiljniji problem.

## 8. Bebchuk, Aghion i Hart

Bebchuk (1988) i njegovi sljedbenici Aghion, Hart i Moore (1992) razvili su model rješavanja stečajnog postupka koji bi trebao smanjiti navedene probleme i biti relativno općeupotrebljiv. Možda bi primjena tog modela mogla poslužiti u rješavanju izložene problematike nacionalnoga gospodarstva čiji je znatan dio zahvaćen stečajevima. U eko-nomskoj literaturi o tom se modelu gotovo uvijek pozitivno pisalo<sup>20</sup>, iako se čini da su pravnici vrlo slabo s njim upoznati. Jednostavan primjer kako možemo objasniti proved-bu modela jest ovaj: zamislimo stečaj poduzeća. Postoje samo vjerovnici prvoga i dru-gog reda (ranga) i dioničari poduzeća. Dugovi prvog reda iznose 100 DEM, a drugog re-da 200 DEM. Čim se sud uvjeri u stanje prezaduženosti i započne postupak njegova rje-šavanja, dionice se proglašavaju bezvrijednima, dugovanja prestaju biti dugovanja i pre-tvaraju se ili u dionice ili u pravo na primitak (preuzimanje) dionica (*Stock option*). To se provodi prema sljedećem predlošku. Vjerovnici prvog reda (ranga) postaju dioničari te dobivaju ukupno 100 opcija po 1 DEM. Vjerovnici drugog reda (ranga) dobivaju pravo na primitak (preuzimanje) dionica u vrijednosti od 100 opcija. Pravo na primitak (preuzimanje) dionica omogućuje im da od vjerovnika prvog reda mogu kupiti jednu dionicu po cijeni 1 DEM, a vjerovnici prvog reda moraju pristati na takvu ponudu. Ne-kadašnji dioničari ne ostvaruju pravo na primitak (preuzimanje) dionica, već imaju mo-gućnost (opciju) njihove kupnje od vjerovnika drugog reda po cijeni 2 DEM. Za sve osobe koje ostvaruju pravo primitka (preuzimanja) dionica utvrđeno je jedinstveno i toč-no određeno vremensko razdoblje u kojemu to treba ostvariti, a nakon kojega to više ni-je moguće. Dionicama i pravom njihova primitka slobodno se trguje. Stečajni upravitelj stoga organizira odgovarajuću evidenciju (i Internet stranicu) te prati trgovinu. S datu-mom dospijea prava na primitak (preuzimanje) dionica utvrđuje se nova vlasnička struktura poduzeća. Ona se sastaje i odlučuje (po većinskom ključu) o daljnjoj sudbini poduzeća, npr. o njegovu zatvaranju, mogućem dijeljenju ili daljnjem poslovanju.

U zaključku je potrebno pokazati da je taj model stvarno fleksibilan. Broj redova (rangova) vjerovnika u načelu može biti utvrđen proizvoljno, ali je važno istaknuti da pravo na primitak (preuzimanje) dionica omogućuje potrebni visoki red. Kada je sporan

---

<sup>20</sup> Dilber (1998) pokušao je dati kritiku tog modela.

neki određeni, ali ipak ne presudno velik dio obveza, ne mora biti zadržan ili usporen sam postupak dok se čeka na tumačenje. Pokaže li se kasnije da je obveza stvarno utemeljena (opravdana), ona jednostavno ostaje kao pravovaljana obveza. Tako je poduzeću otpisan dio dugova zahvaljujući pretvaranju većine vjerovnika u njegove dioničare ili osobe koje posjeduju pravo primitka dionica, ali će u znatno lošijem položaju biti vjerovnici koji su kasnije priznati.

## LITERATURA

- Aghion P., Hart, O. and Moore. J. 1992.** "The Economics of Bankruptcy Reform". *Journal of Law, Economics and Organization*, 8, 523-546.
- Bebchuk, L. A., 1988.** "A New Approach to Corporate Reorganizations". *Harvard Law Review*, 101, 775-804.
- Bhandari, J. S. and Weis L. A., 1996.** *Corporate Bankruptcy. Economic and Legal Perspectives*. Cambridge : Cambridge University Press.
- Cabrillo, F. and Depoorter, D. F. B., 2000.** "Bankruptcy Procedures" in *Encyclopedia of Law and Economics. Volume V*. Cheltenham : Avebury.
- Čulinović-Herc, E., 1998.** *Ugovorno osiguranje tražbina zalaganjem pokretnih stvari bez predaje stvari u posjed vjerovnika*. Rijeka : Pravni Fakultet.
- Dilber, A., 1998.** *Auktionen in Insolvenzen*. Berlin : Logos.
- Hart, O., 1995.** *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Cambridge : Cambridge University Press.
- Jackson, T. H., 1986.** *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*. Cambridge : Harvard University Press.
- Jensen, M. C., 1991.** "Corporate Control and the Politics of Finance". *Journal of Applied Corporate Finance*, 4, 13-33.
- Pond, K., 1997.** Rescuing Insolvent Companies via Administrative Receivership – Analysis of Qualitative Survey Data. Loughborough University Banking Centre Research Paper 112/97.
- Pulvino, T., 1998.** "Do Asset Fire Sales Exist? An Empirical Investigation of Commercial Aircraft Transactions". *The Journal of Finance*, 53(3), 939-978.
- Shleifer, A. and Vishny, R., 1992.** "Liquidation Values and Debt Capacity". *The Journal of Finance*, 47, 1343-1366.
- Strömberg, P., 2000.** "Conflicts of Interest and Market Illiquidity in Bankruptcy Auctions. Theory and Tests". *The Journal of Finance*, 95, 2641-2692.
- World Bank, 2000.** "Česká republika, Dokončení transformace bank a podniků". *Ekonom*, 50(44), I-XXXI.

*S njemačkog jezika preveo i priredio  
Predrag Bejaković*

**Bruno Schönfelder: An Economic Analysis of the Bankruptcy Law:  
a Survey of the Literature**

*Summary*

*Economic literature started only recently to deal to any great extent with the important problem area of the Bankruptcy Law. In the shaping of the law and in the implementation of it the question arises of the justifiability of keeping a company in bankruptcy, which can be useful to both creditors and to the whole of the national economy. The article gives experience from several countries related to methods of saving companies bankruptcy, and gives a review of several investigations in which there is an attempt to estimate how much a bankrupt firm is to be sold below its real value. There is a detailed account of the reasons for and ways of saving financial establishments, and the dangers involved in the liquidation of them are stated.*

*Key words: insolvency, bankruptcy, legal definition of bankruptcy, taking over the ownership of a company*