

*Unapred pripremljeni plan reorganizacije kao način rešavanja likvidnosti preduzeća*

**INSTITUT ZA EKONOMIKU POLJOPRIVREDE,  
BEOGRAD**

**Dr Ljiljana D. Rajnović, naučni saradnik  
Dr Snežana D. Cico, istraživač saradnik**

**UNAPRED PRIPREMLJENI  
PLAN REORGANIZACIJE  
KAO NAČIN  
REŠAVANJA LIKVIDNOSTI  
PREDUZEĆA**

*Monografija*

**Beograd, 2019. godine**

**INSTITUT ZA EKONOMIKU POLJOPRIVREDE,  
BEOGRAD**

**UNAPRED PRIPREMLJENI PLAN REORGANIZACIJE  
KAO NAČIN REŠAVANJA LIKVIDNOSTI PREDUZEĆA**

*Monografija*

**Autori:**

Dr Ljiljana D. Rajnović, naučni saradnik  
Dr Snežana D. Cico, istraživač saradnik

**Urednik:**

Prof. dr Jonel Subić

**Recezeni:**

Dr Duško Dimitrijević, naučni savetnik  
Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd

Prof. dr Jonel Subić, naučni saradnik  
Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd

Prof. dr Nebojša Zakić, redovni profesor  
Univerzitet Union - Nikola Tesla, Beograd

**Izdavač:**

Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd,  
Volgina 15, tel. (011) 69-72-858, (011) 69-72-848  
Za izdavača: Prof. dr Jonel Subić, direktor

**Štampa:**

MALA KNJIGA SZR  
Zetska Ulica br.15, 21000 Novi Sad, tel./fax: 021/64-00-578

**Tiraž:**

200 primeraka

**ISBN 978-86-6269-072-2**

Naučno veće Instituta za ekonomiku poljoprivrede Beograd, na redovnoj sednici održanoj 24.06.2019. godine, odobrilo je izdavanje rukopisa, pod naslovom „*Unapred pripremljeni plan reorganizacije kao način rešavanja likvidnosti preduzeća,*„.

Štampanje monografije u celini je finansirano od strane Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije.

## **PREDGOVOR**

Monografija „Unapred pripremljeni plan reorganizacije kao način rešavanja likvidnosti preduzeća,“ istražuje ulogu restrukturiranja putem unapred pripremljenog plana reorganizacije (UPPR) koje je u zemljama razvijene tržišne ekonomije nezaobilazno sredstvo rešavanja ne samo kontinuiranog poslovanja preduzeća već i uspostavljanje narušene likvidnosti ili odbranu od preteće nelikvidnosti preduzeća. UPPR je specifičan i veoma primenljiv model restrukturiranja preduzeća što će ovaj rad i pokazati kako u naučnom istraživanju privrednih pojava u uporedno pravnoj teoriji i praksi tako i u domaćoj privredi.

Monografija opisuje značaj kontinuiranog poslovanja privrednih subjekata za sama privredna društva, ali i za sve druge privredne subjekte, uključujući i državu, pojam restrukturiranja, mogući izbor modela restrukturiranja, mogućnosti njegove primene u praksi na razna pravna lica, stabilno poslovanje preduzeća kao i povezanost sa drugim pojavama u privrednom životu privrednih subjekata na tržištu.

Konceptualni pristup ove monografije je razvijen u šest tematskih celina. Svaka od pomenutih celina sadrži detaljna naučna saznanja autora o restrukturiranju UPPRom, mogućnostima njegove primene u praksi u domaćoj privredi, kao i prednostima koje primena dobrih modela restrukturiranja UPPRom pruža privrednim društvima i drugim subjektima a kojima se obezbeđuje stabilno i kontinuirano poslovanje privrednih subjekata.

Prvo i drugo poglavlje detaljno razrađuju značaj finansijske stabilnosti poslovanja svih privrednih subjekata u jednoj zemlji i za okruženje, uključujući sve faktore održanja likvidnosti preduzeća; analizira i prikazuje predznake koji mogu da ukažu na narušavanje stabilnosti poslovanja, uz jasan i detaljan opis unutrašnjih i spoljnih znakova potencijalnih uzroka nestabilnosti poslovanja privrednih subjekata. Prikazuje detaljan opis uzroka nestabilnosti poslovanja i to kako interne tako i eksterne. Prikazuje prepoznatljive standarde koji se odnose na načelo stabilnog poslovanja, sa ciljem utvrđivanja da li postoji značajna neizvesnost u poslovanju.

Opisuju aspekte koje autori smatraju najvažnijim za privredna društva i njihov ekonomsko i socijalni značaj. Prikazuje uvodne elemente o postupku restrukturiranja u širem smislu i UPPRu kao modelu restrukturiranja, kao i mogućnosti da se primenom mera predviđenih UPPRom, obezbedi likvidnost preduzeća, što je značajno, ne samo za pojedinačna preduzeća već i za sva lica

zainteresovana za poslovanje preduzeća uključujući i državu i konačno, naučnu vrednost rada koja se može primeniti u privrednom životu.

Treće poglavlje prikazuje analizu poslovanja kao informacionu osnovu, koja obezbeđuje podatke o finansijskom stanju kompanije, koja se često pojavljuje i kao glavni pokretač procesa restrukturiranja putem UPPRa. Prikazuje tradicionalne modeli ocene prinostnog, imovinskog i finansijskog položaja preduzeća kao i savremene modele ocene boniteta. Detaljno prikazuje savremene metode ocene boniteta i mogućnost predviđanja krize u poslovanju preduzeća, ukazujući kako ovi modeli predstavljaju pouzdano sredstvo za identifikovanje kompanija koje će se u budućem poslovanju suočiti sa ozbiljnom krizom u poslovanju i kod kojih je neophodno što pre započeti proces restrukturiranja.

Četvrto poglavlje, prikazuje vrlo detaljno mesto i značaj postupka restrukturiranja za poslovanje privrednih društava pojedinačno, i za privredu u celini. Analiziraju se uzroci nastanka potrebe za restrukturiranjem i motivi primene UPPRa, prikazuje i analizira mogući postupak restrukturiranja, kao i nastanak i način rešavanja finansijskih teškoća. Dalje, prikazuje se skup mera koje mogu da primene privredna društva radi prilagođavanja internim ili eksternim promenama.

Peto poglavlje analizira važne pojmove unapred pripremljenog plana reorganizacije, ključne uslove za pripremu i primenu plana, sličnosti, prednosti i razlike unapred pripremljenog plana reorganizacije i plana reorganizacije u stečaju, peduslove za opredeljenje obezbeđivanja likvidnosti poslovanja kroz primenu raznih mera restrukturiranja predviđenih UPPR-om, potencijalne rizike uspešnom sprovođenju UPPR-a. Šesto poglavlje prikazuje kritički osvrt i analiza postojeće teorije i prakse, putem obrade rezultata istraživanja, ukazujući na konkretne probleme i nedoumice u postojećem postupku donošenja UPPR-a, sa naglaskom na probleme i ograničenja pri donošenju UPPR-a kao i potrebe za doradom postojećih zakonskih rešenja. Analizira vrlo detaljno suštinu UPPR, pravnu prirodu plana, daje predloge kako uskladiti mere, detaljno opisuje postupak istraživanja uticaja blagovremenog restrukturiranja i primene adekvatnih mera, na stalnost poslovanja preduzeća, ciljeve istraživanja i rezultate koji po mišljenju autora na jasan način potvrđuju postavljene tvrdnje, predmet istraživanja i značaj odabira najpovoljnijeg modela restrukturiranja.

Monografija predstavlja detaljniji rad na temu restrukturiranja primenom UPPRa u Republici Srbiji. Cilj monografije je da pruži analizu uzroka slabosti u organizovanju i poslovanju privrednih društava pre svega u zemlji ali i u

inostranstvu i, da sugeriše širok i konzistentan spektar mogućih reformskih mera u restrukturiranju i upravljanju kompanijom.

Autori veruju da će monografija svim učesnicima na tržištu privrednim subjektima, vlasnicima, menadžerima, profesionalcima, istraživačima, nastavnicima, studentima i drugim zainteresovanim licima, pružiti doprinos razumevanju problema i načina unapređenja upravljanja kompanijama uključujući i mere restrukturiranja koje je moguće primeniti na konkretne slučajeve u zavisnosti od intencija, mogućnosti i znanja uprave kompanije i vlasnika privrednih subjekata.

*U Beogradu, 2019. godine*

*Autori*

## SADRŽAJ

<b>PREDGOVOR .....</b>	<b>2</b>
<b>1. UVOD.....</b>	<b>ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.</b>
<b>1.1. PREDMET ISTRAŽIVANJA .....</b>	<b>9</b>
<b>2. STALNOST POSLOVANJA KAO VRHUNSKO NAČELO POSLOVANJA .....</b>	<b>14</b>
2.1. Finansijska stabilnost i zaduženost kao ključni faktori održavanja stalnosti poslovanja preduzeća .....	29
2.2. Upozoravajući signali koji ugrožavaju stalnost poslovanja .....	42
2.2.1. Uzroci finansijske krize unutar preduzeća .....	46
2.2.2. Spoljni uzroci finansijske krize preduzeća .....	53
<b>3. TEORIJSKO-METODOLOŠKI OKVIR ZA IDENTIFIKOVANJE FINANSIJSKIH NEPRILIKA KOJE UGROŽAVAJU STALNOST POSLOVANJA PREDUZEĆA .....</b>	<b>59</b>
3.1. Tradicionalni model ocene prinostnog, imovinskog i finansijskog položaja .....	61
3.1.1. Analiza finansijske ravnoteže.....	63
3.1.2. Analiza zaduženosti.....	72
3.1.3. Analiza prinostnog položaja .....	77
3.1.4. Analiza imovinskog položaja .....	87
3.1.5. Analiza finansijskog položaja .....	103
3.2. Savremeni modeli ocene boniteta preduzeća.....	107
3.2.1. Z score model .....	107
3.2.2. Zmijewski model.....	111
3.2.3. Springate model .....	112
<b>4. RESTRUKTURIRANJE U FUNKCIJI SANIRANJA PREDUZEĆA I ODRŽAVANJA STALNOSTI POSLOVANJA .....</b>	<b>115</b>
4.1. Osnovne odrednice o restrukturiranju .....	115
4.2. Oblici restrukturiranja .....	116

4.3 Restrukturiranje u cilju saniranja preduzeća .....	133
4.3.1. Analiza negativnih uticaja na finansijski rezultat .....	134
4.3.2. Analiza mogućnosti ostvarivanja neutralnog finansijskog rezultata .....	138
4.4. Restrukturiranje u funkciji finansijskog saniranja preduzeća.....	140
4.4.1. Saniranje putem otpisa gubitka .....	140
4.4.2. Saniranje putem uspostavljanja finansijske ravnoteže .....	142
5. SPECIFIČNOSTI UNAPRED PRIPREMLJENOG PLANA REORGANIZACIJE U SANACIJI PREDUZEĆA I ODRŽAVANJU STALNOSTI POSLOVANJA .....	144
5.1. Osnovne odrednice unapred pripremljenog plana reorganizacije .....	146
5.2. Sličnosti i razlike Unapred pripremljenog plana reorganizacije i plana reorganizacije iz stečaja.....	171
5.3. Mogućnosti i rizici uspešnosti sprovođenja unapred pripremljenog plana reorganizacije .....	175
6. KRITIČKA ANALIZA POSTOJEĆEG TEORIJSKO-METODOLOŠKOG OKVIRA UNAPRED PRIPREMLJENOG PLANA REORGANIZACIJE I EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE .....	187
6.1. Anketno istraživanje.....	187
6.2. Istraživačka metodologija.....	190
6.2.1. Cilj istraživanja.....	191
6.3. Rezultati istraživanja.....	192
7. KREIRANJE TEORIJSKO – METODOLOŠKOG OKVIRA UNAPRED PRIPREMLJENOG PLANA REORGANIZACIJE U FUNKCIJI STALNOSTI POSLOVANJA .....	200
7.1. Analiza i ocena uticaja kreiranog teorijsko – metodološkog okvira unapred pripremljenog plana reorganizacije u funkciji održavanja stalnosti poslovanja.....	200
7.2. Osnovne informacije o preduzeću Centar za poljoprivredna i tehnološka istraživanja d.o.o. na koji je primenjen postojeći model unapred pripremljenog plana reorganizacije.....	200
7.3. Osnovni elementi novog modela unapred pripremljenog plana reorganizacije .....	203

7.4. Komparativna analiza rezultata kreiranog novog teorijsko – metodološkog okvira unapred pripremljenog plana reorganizacije .....	212
8. ZAKLJUČAK .....	216
9. LITERATURA .....	222



## **1. UVOD**

Ova monografija ima za predmet nedovoljno istraženu problematiku na teritoriji Republike Srbije sa stanovišta nauke a, zbog toga i sa stanovišta praktične primene UPPRa. Zbog toga ima mali broj primera uspešnog restrukturiranja jer se pojedini metodi i ne sprovode s obzirom na nerazvijeno tržište kapitala i druge faktore koji utiču na nedovoljno poznavanje stvari privrednih subjekata. Predmet istraživanja je izabran upravo iz razloga da ukaže na neophodnost restrukturiranja preduzeća čim se predvidi nastupanje okolnosti koje mogu da ugroze dobro poslovanje preduzeća, a čime se obezbeđuje stalnost poslovanja preduzeća i to ne samo za preduzeća sa uočenim ili predvidivim problemima u poslovanju, nego i kod ostalih preduzeća jer vremenom strukture imovine i kapitala postaju nefunkcionalne zbog čega je potrebno izvršiti promene da bi se održala stabilnost poslovanja. Ima mnogo slučajeva gde se restrukturiranje, naročito kroz stečajne modele i institut unapred pripremljenog plana reorganizacije sprovodi samo *pro forme* odnosno, da bi se dobilo na vremenu.

Nesumljivo je da su od izuzetne važnosti mere restrukturiranja ne samo za opstanak i poboljšanje performansi svakog pojedinačnog preduzeća, već imaju ogroman uticaj na interes svih lica zainteresovanih za poslovanje preduzeća, drugih privrednih subjekata, pre svega poverilaca, uključujući i državu u sociološkom smislu. Restrukturiranje doprinosi unapređenju privrednog standarda ne samo preduzeća koje ga primenjuje već i cele privrede zemlje sedišta preduzeća.

Konceptualni pristup u ovoj doktorskoj monografiji je prikazan u sedam tematskih poglavlja. Svako poglavlje sadrži detaljna naučna saznanja autora o značaju stalnosti poslovanja preduzeća, o restrukturiranju preduzeća, mogućnostima primene različitih pristupa i metoda restrukturiranja u praksi preduzeća u Republici Srbiji, kao i prednostima koje primena dobrih pravila restrukturiranja pruža privrednim društvima i drugim zainteresovanim licima. Doktorska disertacija nastoji da spozna glavne aspekte koji se odnose na prednosti primene adekvatnih mera restrukturiranja u obavezi prilagođavanja preduzeća okruženju ukoliko želi da opstane i profitabilno posluje. Akcenat je stavljen na opis mogućih mera restrukturiranja, ekonomsku efektivnost primene mera, kao i mehanizme finansiranja poslovanja preduzeća.

Pretpostavlja se da rezultati istraživanja ukažu na značaj restrukturiranja na održavanje kontinuiteta poslovanja i razloge kašnjenja i nedovoljne primene restrukturiranja u Srbiji i zemljama okruženja; glavne aspekte koji se odnose na prednosti primene dobrih pravila restrukturiranja u prilagođavanju

privrednih društava okruženju ali i unutrašnjim potrebama. Akcenat je stavljen na opis preporuka primene mogućih rešenja problema preduzeća, primenu adekvatnih modela restrukturiranja, ekonomsku efektivnost i prednosti blagovremene primene dobrih pravila restrukturiranja.

Rezultati istraživanja mogu da imaju praktičnu, primenljivu vrednost jer će dati dobra rešenja vezana za odabir adekvatnog modela restrukturiranja, ukazivati na prepoznavanje momenta pokretanja postupka restrukturiranja, rezultate restrukturiranja i značaj za efikasnost privrednih aktivnosti preduzeća, zemlje i svih drugih privrednih subjekata zainteresovanih za poslovanje preduzeća, razvoj osnovnih i alteranativnih izvora finansiranja i tržišta kapitala.

## **1.1. Predmet istraživanja**

Istraživački problem monografije jeste prikaz značaja blagovremenog konsolidovanja preduzeća putem restrukturiranja, kao sredstva obezbeđenja stalnosti poslovanja preduzeća, što predstavlja jedan od osnovnih postulata uspešnog poslovanja, koje ima važnu ulogu u kreiranju vrednosti i unapređenju performansi svakog preduzeća. Samo one promene koje dovode do promene strukture preduzeća, koja predstavlja imovinu, kapital, troškove, organizaciju, menadžment mogu se podvesti pod pojam restrukturiranja, a promene blagog intenziteta, kontinuirane, podrazumevane, spontane ne mogu se podvesti pod termin restrukturiranja, jer nakon ovih promena strukture ostaju nepromenjene.

Restruktiranje preduzeća u zemljama sa razvijenim tržištem kapitala donelo je višestruke koristi svim preduzećima koja su ga sprovodila i ne samo preduzećima već i investitorima i nacionalnim privredama zemalja sedišta preduzeća u celini. Mada ima i kritičkih mišljenja, naročito u zemljama nestabilnih tržišnih uslova, koja ukazuju da najveći deo dobitaka od restrukturiranja nije realan već je zapravo rezultat redistribucije vrednosti među učesnicima u postupcima restrukturiranja.

Predmet istraživanja u ovoj monografiji je restrukturiranje, koje se sprovodi da bi se promenile postojeće nefunkcionalne strukture, odnosno da bi preduzeća opstala, ukoliko se pokaže da nastavak poslovanja preduzeća u određenom obliku daje korist i ima pozitivan efekat za sve učesnike u restrukturiranju. Svedoci smo sve izraženijih i češćih finansijskih kriza i opšte nelikvidnosti u zemljama regiona, naročito zemljama plitkog tržišta, što predstavlja dugoročan problem, stoga je sve veći broj preduzeća prinuđen da se restrukturira jer postojeće strukture i performanse poslovanja

pokazuju da preduzeće ne može nastaviti sa funkcionisanjem odnosno obezbediti stabilnost poslovanja kroz prostojeće strukture.

Cilj ovog rada je da prikaže da se na osnovu realne ocene i analize finansijskih izveštaja, da se vrednujući njihove performanse može utvrditi vremenska dinamika odnosno ključni momenat kada preduzeće treba da preduzme određene mere restrukturiranja kako bi moglo da se oporavi i nastavi poslovanje, kreiranjem različitih izvora finansiranja, odnosno njihovim poboljšanjem tj. uvećanjem i istovremeno prilagođavanjem spoljnim i unutrašnjim uticajima. Iako je u zemljama razvijenog tržišta kapitala prošlo već četiri talasa intergacija, koje su se sprovodile putem različitih modela restrukturiranja, od akvizicija, prodaja delova kompanije, proporcionalnim preusmeravanjem akcija i dr. sveobuhvatna teoretska istraživanja celine samog procesa restrukturiranja, primene adekvatnih mera restrukturiranja i svih potencijalnih koristi tj. efekata su na tržištu Republike Srbije malobrojna, a praktična iskustva, moglo bi se osnovano reći, još uvek u povoju.

Takođe i literatura u Republici Srbiji iz ove oblasti je malobrojnija u poređenju sa zemljama razvijenog tržišta. U zemljama regiona sa nerazvijenim tržištem kapitala restrukturiranja koja se odnose na omogućavanje opstanka preduzeća tj. stalnosti u radu su u poslednje vreme zastupljenija, zbog sve izraženije ekonomske krize u zemlji i okruženju.

Razmatranja u radu imaju za cilj da se pomogne upravi korporacije u uočavanju značaja promene strukture kapitala na poslovnu uspešnost, značaj odabira izvora finansiranja kao i razvoj alternativnih izvora, što bi sve pogodovalo mogućnosti značajnijeg razvoja tržišta kapitala naročito zemalja sa slabije razvijenim tržištem. Međunarodni standard revizije ISA 570 govoreći o načelu stalnosti ukazuje na odgovornost rukovodstva preduzeća za procenu sposobnosti entiteta da nastavi poslovanje po načelu stalnosti. Takođe Međunarodni računovodstveni standard IAS 1 zahteva od rukovodstva da izvrši procenu sposobnosti preduzeća da nastavi poslovanje po načelu stalnosti. Loše performanse vidljive iz finansijskih izveštaja, daju prve signale i ukazuju na potrebu restrukturiranja preduzeća primenom adekvatnih mera koje odgovaraju datom preduzeću i koje je moguće sprovesti. Najvažnije je na vreme uočiti te signale.

Postoje različiti teoretski stavovi i mišljenja oko određenja cilja korporacije, maksimiziranje profita, dobiti po emitovanim akcijama, tržišne cene akcija, bez obzira da li se polazi od agentskog ili stejkholderskog načina upravljanja korporacijama. Pri komponovanju strukture finansiranja teži se

optimalnoj finansijskoj strukturi koja omogućava: maksimiziranje vrednosti preduzeća, odnosno bogatstvo vlasnika, i minimiziranje prosečne cene kapitala, odnosno širenje lepeze dostupnih alternativa ulaganja kojima se stvara prirast vrednosti.

U ovoj monografiji, istražuje se uticaja primene dobrih pravila restrukturiranja na povećanje ekonomske efektivnosti i efikasnosti, privrednih subjekata, u cilju obezbeđivanja stalnosti poslovanja preduzeća na duži vremenski rok, sa posebnim osvrtom na rešavanje dužničko - poverilačkih odnosa, opstanak dužnika i kontinuirano prilagođavanje preduzeća spoljnim i unutrašnjim uticajima. Na osnovu toga, u ovom radu se razmatraju veoma važne stavke koje možemo dalje razviti kroz razmarenje nekoliko sledećih postavki:

- Da li postoji povezanost između načina organizovanja upravljanja u privrednom društvu i njegovog uticaja na ekonomsku efikasnost?
- Kako mogu da se primene, unaprede i obogate različite mere restrukturiranja u privrednim društvima, radi podsticaja razvoja poslovanja privrednog društva i zadovoljenja interesa svih ostalih konstituenata?
- Kako primena i kontinuirano unapređenje zakonskih propisa, mekog prava i autonomnih pravila privrednih subjekata, može doprineti unapređenju prakse prilagođavanja preduzeća novonastalim situacijama u Republici Srbiji.
- Kako obezbediti strukturu kroz koju se postavljaju ciljevi društva i utvrđuju sredstva za dostizanje tih ciljeva i praćenje učinaka, i istovremeno odgovarajuću stimulaciju izvršnim rukovodiocima i članovima odbora u društvu, kako bi sledili ciljeve koji su u interesu društva i vlasnika kapitala i omogućiti efikasan nadzor u cilju obezbeđenja stalnosti poslovanja.

Takođe, cilj istraživanja će pokazati u kojoj meri postoji povezanost i kakvi se odnosi uspostavljaju (uzročno-posledični) između primene adekvatnih oblika restrukturiranja i stalnosti poslovanja, odnosno ekonomske efikasnosti privrednih subjekata, tj. saznanje do koje mere utiče restrukturiranje i dobro upravljanje, sa njihovim različitim dimenzijama, na ukupnu poslovnu politiku preduzeća a time i na interese lica zainteresovanih za poslovanje preduzeća, kao i saznanje u kom pravcu, imajući u vidu specifičnosti Republike Srbije, unaprediti normativni okvir koji se odnosi na restrukturiranje i uveriti privredne subjekte da ih u punoj meri primenjuju.

U radu je prikazan kritički osvrt na stanje likvidnosti preduzeća u Republici Srbiji, dati su predlozi i sugestije kako unaprediti ovu materiju radi postizanja cilja poslovanja, maksimizacije profita preduzeća.

Doprinos ovog rada je ukazivanje na mogućnosti restrukturiranja i sanacije, znanjima i alatima koji su potrebni da se negativna finansijska situacija preduzeća preokrene u pozitivnu.

Temeljni doprinos ovog rada bi bio ostvaren ukoliko bi nakon čitanja podstaknuo barem jedan privredni subjekt u finansijskoj krizi na postupak restrukturiranja i sanacije kompanije, sa ciljem da se osigura nastavak poslovanja u budućnosti radi popravljjanja sopstvenog finansijskog stanja i stanja Republike Srbije.

Pored navedenog, rad bi mogao podstaći studente, buduće radnike na tržištu, menadžere preduzeća, na proaktivno bavljenje i izučavanje problematike restrukturiranja i sanacije preduzeća, zbog nedostatka stručne i udžbeničke literature u ovoj oblasti kao i nedostatka primene adekvatne prakse.

U istraživanju su korišćeni strani i domaći stručni udžbenici, naučni članci i monografije, zbornici radova sa stručnih skupova, godišnjaci značajnih institucija, empirijski podaci dostupni za obradu i analizu primenom statističkog i drugih različitih metoda, internet kao i dugogodišnje lično istraživanje i stečeno praktično iskustvo autora.

## **2. STALNOST POSLOVANJA KAO VRHUNSKO NAČELO POSLOVANJA**

Osnovni zajednički cilj svakog pravnog subjekta, bilo da su u pitanju preduzeća sa različitim oblicima vlasništva ili kompanije koje su poslovno organizovane kao akcionarska društva, je obezbeđenje stalnosti tj. kontinuiteta poslovanja. Stalnost se pojavljuje kao načelo računovodstva, ali i kao nepisano pravilo, da pravno lice ima nameru već pri samom osnivanju da traje, radi, posluje, ostvaruje rezultate jer se u protivnom ne bi ni osnivalo. Pojedinačni ciljevi su već različiti, i u mnogome su opredeljeni vlasništvom nad pravnim subjektom.

Kada govorimo o korporaciji koju Jensen i Meckling definišu kao: „jedan oblik pravne fikcije” koja služi kao lanac za ugovaranje odnosa, koja se odlikuju deljivim rezidualnim pravima na sredstva i novčane tokove koji se mogu prodati bez traženja dozvole od drugih ugovornih strana”<sup>1</sup>, možemo zaključiti da po mišljenju ovih autora korporacija nije ništa drugo do “lanac ugovornih odnosa” čiji je najznačajniji cilj maksimiziranje vrednosti za akcionare. Dok je sa druge strane cilj neprofitnih organizacija zadovoljavanje interesa šire društvene zajednice. Iako su ciljevi koji zadiru u suštinu njihovog poslovanja različiti, svi pravni subjekti u osnovi svoga postojanja imaju potrebu za stalnosti u radu i trajanje na neograničeno vreme.

Gledajući istorijsko - pravne činjenice u zemljama romansko – germansko – slovenskog sistema prava, trgovačko društvo, društvo kapitala, se definiše kao skup lica, pravnih i/ili fizičkih, sa ciljem da uz obavljanje neke trgovačke delatnosti pod personalnom ili realnom firmom, na osnovu udruživanja određenih uloga, izraženim u akcijama ili udelima, ostvare određenu dobit, koju će između sebe podeliti prema kriterijumima utvrđenim ugovorom o osnivanju i zakonom<sup>2</sup>. Po ovom sistemu, preduzeće ima lukrativni cilj i zakonsku pretpostavku komercijalnosti, odnosno formiranje društva kapitala je poslovanje radi sticanja i raspolaganja sa

---

<sup>1</sup> Jensen, C.M., Meckling, W.H., (1976), *Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost And Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 3, North-Holland Publishing Company, str.310

<sup>2</sup> Hamel, J., Lagarde, G., Jauffret, A., (1980) *Droit commercial*, Paris, Guyin, Y., (1984) *Droit des affaires*, Paris

dobiti među članovima preduzeća, uz prethodno plaćanje obaveza prema svim poveriocima i drugim licima zainteresovanim za poslovanje preduzeća<sup>3</sup>.

U ekonomskoj literaturi je nesporno da preduzeće predstavlja baznu ekonomsku ćeliju društva. Zbog toga svi ekonomisti ističu u prvi plan, dva kamena temeljca svakog preduzeća: organizacioni aspekt i ciljni aspekt – dobit, profit.

Preduzeće kao pravni subject i nosilac subjektiviteta, pomoću kog stiče prava i obaveze na tržištu, odlikuje nekoliko svojstava:

- Preduzeće je tehnika ortačkog organizovanja članova, radi zajedničkog obavljanja ugovorene privredne delatnosti,
- Preduzeće je tehnika organizacije kao socijalne forme, koja omogućuje odvajanje namenske imovine za preduzeće i laku transmisiju preduzeća putem transmisije članskih prava (udela i/ili akcija),
- Preduzeće je tehnika organizacije namenske imovine, koja dira u dogmu jedinstva i nedeljivosti imovine.<sup>4</sup>

U prilog obavezi preduzeća da održava stalnost poslovanja, govori i načelo fiksiranosti i očuvanja integriteta kapitala društva kapitala. Iako se preduzeća osnivaju radi sticanja dobiti, imovina se ne mora /neće uvek uvećavati, već može usled internih ali i eksternih razloga biti smanjena zbog gubitka u poslovanju. Pošto kod društva kapitala nema odgovornosti članova za obaveze preduzeća (osim početnog i eventualno kasnijih uloga u društvo), to je izuzetno značajno za poverioce društva, kakva je adekvatnost njegovog kapitala, u protivnom, tzv. utanjena kapitalizacija je loš signal za njegovu likvidnost<sup>5</sup>.

Zbog toga se kapital preduzeća upisuje u javne registre koji vode evidenciju privrednih subjekata i mora biti transparentan. U nekim zemljama, npr.

---

<sup>3</sup> Рајновић Љ., Буквић Р. (2017) – Монографија: Корпоративно управљање као део пословне стратегије компанија, Институт за економику пољопривреде, Београд

<sup>4</sup> Cozian, M., Viandier, A., (1998) *Droit des sociétés*, Paris,

<sup>5</sup> Snežana, C., Ljiljana, R., (2019) *Načelo stalnosti poslovanja kao upozoravajući signal bankrota preduzeća*, Računovodstvo, Časopis za računovodstvo, reviziju i poslovne finansije, Izdavač; Računovodstvo doo Beograd, suizdavač; Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd

Nemačka, visina kapitala je sastavni deo memoranduma preduzeća, a nominacija nenominiranog kapitala, kao i drugi osnovi povećanja kapitala, a naročito osnovi i postupak smanjenja kapitala, su u stalnom fokusu strogih zakonskih pravila registracije i objavljivanja svuda u svetu.

Prema poznatim principima korporativnog upravljanja, usvojenim u najvećem broju zemalja, ostvarivanje ciljne funkcije kompanije – maksimizacija profita, odnosno vrednosti kompanije je imperativ svake kompanije.

Opšte je poznato da su danas u svetu glavni ciljevi savremene korporacije i njenih menadžera: a) stabilani rastući prinos od investicija (*return*), trajan priliv gotovinskih sredstava (*cash flows*) i uvećane zarade (*earnings*); b) visok dohodak uprave uz mogućnost vrednih godišnjih bonusa; c) rast i ekspanzija korporacije radi proširenja delatnosti i tržišta; d) dobar konkurentski položaj. Ovi ciljevi su u uzročno – posledičnoj vezi i tako dolazimo do imperativnog aktiviteta korporacije i njene uprave ka stalnom povećanju profita, jer se tako održava bezbedan život korporacije. Profit je sredstvo da se periodični i godišnji korporativni dobiti podele akcionarima kroz dividendu, nagradu upravi za postignute rezultate i znatnim delom akumuliraju za investiranje u nove projekte, ili sačuvaju za slučaj aleatornih ili povremenih cikličnih privrednih dešavanja u svetu<sup>6</sup>.

Svuda u svetu kompanije obavljaju veoma važnu funkciju za svaku državu i društvo u celini, imaju veliki uticaj na društvenu zajednicu, tako da imaju obavezu da deluju u opštem društvenom interesu, poštujući dobra pravila društveno odgovornog poslovanja. Moto poslovanja kompanija zasniva se na tri osnova:

- uspešno poslovati,
- dugo i profitabilno poslovati, biti etičan
- društveno odgovoran<sup>7</sup>.

Koncept društvene odgovornosti kompanija, nastao je pre svega na osnovama dobrovoljnosti da bi kasnije donekle prerastao u polje pravne obaveznosti. Pri tom egzistiraju shvatanja da, biti društveno odgovoran ne znači samo ispunjavati zakonske naloge, već ići „preko,, toga<sup>8</sup> da se

---

<sup>6</sup> Ljiljana, R., Snežana, C., Jelica, E.Đ., (2019) Sustainable operations as a strategy of a management of companies, with review in the field of agriculture, Ekonomika poljoprivrede, Izdavači: Naučno društvo agrarnih ekonomista Balkana Beograd, Institut za ekonomiku poljoprivrede Beograd, Akademija ekonomskih nauka Bukurešt, Rumunija,

<sup>7</sup> Rajnović, Lj. (2013). *Društveno odgovorno poslovanje u funkciji poboljšanja privrednog ambijenta u Republici Srbiji*, Društvo ekonomista Beograda, Beograd.

<sup>8</sup> „S obzirom na neefikasnost regulacije i samoregulacije, pitanje je može li korporacija ići izvan zakona? Čini se da ovo pitanje nije nužno s obzirom na minimum regulacije da bi se



kompanije obavežu npr. na veća ulaganja u zaštitu ljudskih prava od zakonski propisanog minimuma zaštite, veća zaštita potrošača od zakonskog minimuma zaštite, veća ulaganja u zaštitu životne sredine, veća zaštita drugih nosilaca interesa pored vlasnika (zaposleni, poverioci, uprava, lokalna zajednica, država). Ovakav pristup ima i svoje direktno ishodište u povećanju produktivnosti, profita i konkurentnosti kompanije<sup>9</sup>. Na taj način su zahtevi država u pogledu obaveznosti kompanije na društvenu odgovornost, od ideje kako je na početku zamišljeno da se odnosi samo na najveće multinacionalne korporacije, prošire i na mala i srednja preduzeća<sup>10</sup>.

U slučaju sukoba interesa između maksimiranja profita i društvene odgovornosti kompanije, teorija društvene odgovornosti daje argumente koji idu u prilog društvenoj odgovornosti kompanije a to su:

- Pravni argumenti – društvena odgovornost kompanije vodi nemogućnosti mešanja u njene poslove i većoj samostalnosti,
- Ekonomski argumenti – na dugi rok jača identitet i reputaciju kompanije pred stejkholderima, što se odražava i na njen ekonomski položaj,
- Kadrovski – društveno odgovorna kompanija sposobna je da privuče kvalifikovaniji kadar
- Etički – kompanije imaju opštu odgovornost prema društvu u kom funkcionišu.<sup>11</sup>

---

obezbedila efikasnost biznisa. Korporacije bi trebalo i dobrovoljno da tako rade, da idu izvan zakona i to je suština njihove društvene odgovornosti...“ Smatra se da to korporacije može činiti u svakom slučaju kad bi takvo ulaganje (npr. u zaštitu životne sredine) vodilo povećanju dobiti, ali ništa ne sprečava korporaciju da to radi i ako takvo ulaganje ne vodi povećanju vrednosti, uzimajući u obzir etičke konsideracije, pod uslovom da je reč o društvenim koristima, a ne ličnim koristima menadžera. Videti: Vives, A. (2008) *Corporate social responsibility: The role of law and markets and the case of developing countries*, Chicago – Kent Law Review 83,1

<sup>9</sup> „Pitanja ljudskih prava, prava zaposlenih i zaštite životne sredine mogu pratiti ciljeve maksimiranja profita“ („Triple Bottom Line“ – People, Planet and Profit – PPP). Vid. Elkington, J. (1998). *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*. Capstone Publishing.

<sup>10</sup> Rajko Bukvić, Ljiljana Rajković: Treba li kompanijama upravljati u interesu akcionara, Poglavlje u monografiji „Korporativno upravljanje u Srbiji,“; Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd

<sup>11</sup> Nehme, M., Koon C., Ghee W. (2008). *Tracing the Historical Development of Corporate Social Responsibility and Corporate Social Reporting*. James Cook University Law Review 15, 129-168.

Ukoliko bi se pomenute odgovornosti kompanije predstavile u obliku piramide, najširu osnovu i moć imala bi:

- Ekonomska odgovornost, zatim
- Pravna odgovornost kompanije, dok bi nakon toga došla
- Moralna odgovornost i na vrhu kao najslabije po moći i posvećenosti kompanije došle bi
- Dobrotvorne ili filantropske odgovornosti, koje odražavaju i najmanji deo društvene odgovornosti kompanije. Naravno, pravilo je da se etičke i dobrotvorne odgovornosti preduzimaju samo ukoliko to povećava profit kompanije.<sup>12</sup>

Računovodstveni (bilansni) aspect načela stalnosti poslovanja – kao konsekventan prikaz bilansa i procene bilansnih pozicija, zasnovan na teoriji, pravnim normama, standardima i zakonodavnom okviru, podrazumeva da preduzeću nije unapred određen njegov životni (pravni) vek. Preduzeća se osnivaju da bi imala večitu egzistenciju i stalno obezbeđivala svoje osnovne ciljeve postojanja. Da li će preduzeće moći obezbediti tu svoju večnost, najbolje možemo, periodično, proveravati iz njegovih finansijskih izveštaja, ocenjujući finansijski položaj i rezultat poslovanja kao osnovne analitičke ciljeve u rukama menadžmenta, prilikom ocene poslovanja preduzeća<sup>13</sup>.

Analiza finansijskog položaja podrazumeva analizu:

- dugoročne i kratkoročne finansijske ravnoteže
- sposobnosti reprodukcije
- zaduženost
- održavanje realne vrednosti kapitala

Analiza finansijskog rezultata podrazumeva:

- analizu strukture ukupnih prihoda i rashoda

---

<sup>12</sup>Npr. ako kompanija donira za direktorovu ženu, to predstavlja sukob interesa i nema ekonomskih efekata, te je kao takvo nedozvoljeno. Vid. Nehme M., Koon, C., Ghee W., (2008). *Tracing the Historical Development of Corporate Social Responsibility and Corporate Social Reporting*. James Cook University Law Review 15, 129-168.

<sup>13</sup>Jelica Eremić – Dođić, Bogdan Laban, Ljiljana Rajnović, Uloga i značaj ekonomsko finansijske funkcije u procesu restrukturiranja na primeru javnog preduzeća u Republici Srbiji, Zbornik radova Savremeni izazovi korporativnog upravljanja, finansije, računovodstvo, revizija, IT, sa Međunarodnog simpozijuma održanog 18. I 19.04.2019. godine, Tuzla, u organizaciji Finconsult

- izvore finansijskog rezultata
- rentabilnost
- rizik ostvarenja rezultata<sup>14</sup>

Načelo stalnosti poslovanja predstavlja bazično bilansno načelo, pored načela zaštite poverilaca, uzročnosti, opreznosti, istinitosti, finansijske pažnje, jasnosti, povezanosti.

Međunarodni računovodstveni standardi i standardi revizije takođe tretiraju pitanje stalnosti poslovanja.

**Međunarodnim računovodstvenim standardom 1- (MRS)<sup>15</sup> – *Prezentacija finansijskih izveštaja*** - U okviru Opštih obeležja govori se o osnovi sastavljanja finansijskih izveštaja po načelu stalnosti. Kako standard propisuje, rukovodstvo procenjuje sposobnost entiteta da nastavlja sa trajnim poslovanjem u smislu obezbeđenja stalnosti. Na osnovu načela stalnosti se i sastavljaju finansijski izveštaji, osim u slučaju da menadžment entiteta namerava da likvidira entitet ili da prestane sa obavljanjem poslovanja, u slučaju kada nema realnih šansi da drugačije postupi. Kada menadžment kompanije, prilikom procene postane svestan materijalne neizvesnosti daljeg poslovanja tj. opstanka entiteta u neograničenom trajanju tada pristupa obelodanjivanju takve situacije. Ukoliko je prilikom sastavljanja finansijskih izveštaja uočeno da je izostao princip stalnosti, odnosno narušeno je načelo stalnosti poslovanja ta činjenica se obelodanjuje, kao i razlog zbog koga se smatra da entitet nema stalnost poslovanja.

U redovnim finansijskim izveštajima koji se dostavljaju najmanje jednom godišnje na kraju obračunskog perioda, najčešće kalendarska godina, rukovodstvo sagledava sve dostupne informacije od kraja predhodnog do narednog obračunskog perioda, najčešće dvanaest meseci. Ukoliko nije narušena profitabilnost i adekvatno su dostupni i na raspolaganju su finansijski resursi entiteta, može se bez većih analiza ustanoviti da nije narušen going concern princip poslovanja, odnosno načelo stalnosti. Ukoliko su okolnosti drugačije sa znatno narušenom profitabilnosti entiteta, menadžment je u obavezi da razmotri sve faktore koji tome doprinose,

---

<sup>14</sup> Родић, Ј., Вукелић, Г, Андрић, М., (2011) *Анализа финансијских извештаја*, Пролетер а.д Бечеј, стр.202

<sup>15</sup> Међународни стандарди финансијског извештавања (2009) – Међународни računovodstveni standar MRS-1 *Prezentacija finansijskih izveštaja*, prevod Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd

ukupnu zaduženost, raspored otplate duga i potencijalne izvore finansiranja, uz sveobuhvatnu analizu, pre nego što zaključi da je načelo stalnosti poslovanja ugroženo.

Pored rukovodstva entiteta i revizor ima obavezu i odgovornost da se bavi ovim načelom, prilikom revizije finansijskih izveštaja, tj. da proveri kako se ovo načelo odražava na izveštaj revizora. Kako revizor treba da posmatra načelo stalnosti pri poslovanju privrednog subjekta propisuje Međunarodni standard revizije 570. Ovim standardom pored revizora treba da bude upoznat i računovođa privrednog subjekta koji je predmet revizije, da bi znao kakav je uticaj pretpostavke stalnosti poslovanja privrednog subjekta na finansijske izveštaje kao i mišljenje revizora.

### **Međunarodni standard revizije 570<sup>16</sup> – Načelo stalnosti**

Standard definiše: cilj i osnovne zahteve, ocenjivanje procene rukovodstva, u vezi sa sposobnošću entiteta da nastavi sa poslovanjem u skladu sa načelom stalnosti u periodu finansijskog izveštaja kao i nakon procene rukovodstva, odgovornost revizora u vezi sa primenom pretpostavke o stalnosti, planiranje, sprovođenje postupka procene rizika i vrednovanje procena rukovodstva u vezi sa primenom pretpostavke stalnosti poslovanja, dodatne postupke revizije kada se identifikuje materijalno značajna neizvesnost poslovanja, zaključke i izveštaj revizora, postupke revizora u slučaju kada pretpostavka o načelu stalnosti nije ispravna i kada rukovodstvo nije voljno da izvrši procenu pretpostavke stalnosti poslovanja preduzeća, kašnjenje odobravanja finansijskih izveštaja.

#### **Ciljevi revizije po ovom standardu su:**

- Da se pribavi dovoljno revizorskih dokaza i donesu zaključci o adekvatnosti i prikladnosti primene računovodstvene osnove stalnosti poslovanja od strane rukovodstva u pripremi finansijskih izveštaja.
- Da se donese zaključak na osnovu svih prikupljenih revizijskih dokaza da li postoji značajna neizvesnost u vezi s događajima ili okolnostima koji mogu izraziti značajnu sumnju u mogućnost subjekta da nastavi s vremenski neograničenim poslovanjem.
- Utvrditi posledice za revizorov izveštaj.

#### **Osnovni zahtev**

---

<sup>16</sup>Međunarodni standardi i saopštenja revizije, kontrole kvaliteta, pregleda, ostalih uverenja i srodnih usluga (2010) prevod Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, str 567-595

- Okvir za finansijsko izveštavanje u Republici Srbiji sadrži izričit zahtev rukovodstvu entiteta da konkretno proceni sposobnost entiteta za nastavak poslovanja po načelu stalnosti. Prema MRS 1 – Prikazivanje finansijskih izveštaja, načelo stalnosti subjekta revizije je jedno od fundamentalnih načela za sastavljanje finansijskih izveštaja.

### **Ocenjivanje procene menadžmenta**

Revizor ocenjuje procenu menadžmenta o sposobnosti entiteta da nastavi s vremenski neograničenim poslovanjem, obezbeđujući stalnost poslovanja.

U ocenjivanju procene menadžmenta o sposobnosti subjekta da nastavi s vremenski neograničenim poslovanjem, revizor će uzeti u obzir isti period koji je koristio menadžment u svojoj proceni, kako zahteva okvir finansijskog izveštavanja koji je u primeni, zakon ili regulativa, ili u skladu sa zakonom ili regulativom ako određuju duži period, obično je to period od godinu dana.

Ako se procena menadžmenta o sposobnosti subjekta da obezbedi stalnost poslovanja entiteta odnosi na period kraći od dvanaest meseci od datuma finansijskih izveštaja kako je definirano MRS-om 560, revizor će zahtevati od menadžmenta da proširi svoj period procene na period od barem dvanaest meseci od tog datuma.

Ocenjujući procenu menadžmenta, revizor razmatra, uključuje li ta procena sve relevantne informacije o kojima on ima spoznaju na osnovu obavljene revizije.

Period nakon procene menadžmenta – revizor ispituje menadžment o njihovim saznanjima o događajima i okolnostima koji su nastupili nakon perioda koji je menadžment koristio za procenu, a koji mogu biti značajna prepreka i predstavljati sumnju u sposobnost entiteta da nastavi sa poslovanjem u vremenski neograničenom trajanju.

### ***Odgovornost revizora u vezi sa primenom pretpostavke o stalnosti, planiranje, sprovođenje postupka procene rizika***

- Revizor je odgovoran da prikupi dovoljno adekvatnih dokaza i donese zaključke o prikladnoj primeni računovodstvene osnove

stalnosti od strane menadžmenta u pripremi finansijskih izveštaja, zaključak sadrži i informaciju da li postoji materijalno značajna neizvesnost u vezi sa sposobnošću entiteta da nastavi poslovanje po načelu stalnosti. I u slučaju da okvir finansijskog izveštavanja entiteta korišćen u izradi finansijskih izveštaja ne sadrži izričit zahtev, da menadžment izvrši procenu sposobnosti nastavka poslovanja po načelu stalnosti, odgovornost revizora postoji.

- Međutim, kako je opisano u MRS-u 200, potencijalni učinci inherentnih ograničenja revizorove mogućnosti otkrivanja značajnih pogrešnih prikazivanja veći su za buduće događaje ili uslove koji mogu uzrokovati da subjekt prestane sa vremenski neograničenim poslovanjem. Revizor ne može predvideti buduće događaje i okolnosti koje mogu prouzročiti da entitet prestane sa vremenski neograničenim poslovanjem. Prema tome, nepostojanje bilo kakvog pozivanja u izveštaju revizora na neizvesnost nastavka vremenski neograničenog poslovanja ne može se smatrati garancijom da će entitet biti sposoban nastaviti sa vremenski neograničenim poslovanjem.

***Planiranje, sprovođenje postupka procene rizika i vrednovanje procena rukovodstva u vezi sa primenom pretpostavke stalnosti poslovanja***

- Kada se obavljaju postupci procene rizika kako zahteva MRS 315, revizor razmatra, da li postoje događaji ili okolnosti koji mogu uzrokovati značajnu sumnju u mogućnost entiteta da nastavi vremenski neograničeno poslovanje. Pri tome, revizor će utvrditi da li je menadžment već obavio preliminarnu procenu sposobnosti entiteta da nastavi sa vremenski neograničenim poslovanjem i:
  - a) ako je takva procena obavljena, revizor će raspraviti o tome sa menadžmentom i utvrditi da li je menadžment prepoznao događaje ili okolnosti koji, pojedinačno ili zajedno, mogu uzrokovati značajnu sumnju u mogućnost entiteta da obezbedi stalnost poslovanja i ako je takav slučaj, planove menadžmenta za njihovo rešavanje; ili
  - b) ako takva procena još nije bila obavljena, revizor će raspraviti s menadžmentom kakva je osnova za obezbeđenje stalnosti poslovanja i postaviti pitanja menadžmentu o tome ima li događaja ili okolnosti

koji pojedinačno ili zajedno, mogu uzrokovati značajnu sumnju u mogućnost entiteta da nastavi sa vremenski neograničenim poslovanjem.

Standard govori i o događajima ili uslovima koji mogu stvoriti sumnju u vezi s pretpostavkom da entitet nastavi poslovanje po načelu stalnosti, ovi događaji mogu pojedinačno ili zbirno ugroziti načelo stalnosti poslovanja, popis nije sveobuhvatan ali isto tako ukoliko postoji jedna ili više od navedenih stavki u poslovanju entiteta ne znači da postoji materijalno značajna neizvesnost.

### Finansijski

- Stanje neto obaveze ili neto tekućih obaveza.
- Pozajmice sa fiksnim rokom čije dospeće se približava a za koje ne postoje realni izgledi da će biti prolongirane ili otplaćene; ili prekomerno oslanjanje na kratkoročne pozajmice za finansiranje dugoročnih sredstava.
- Postojanje indikacija o otkazivanju finansijske podrške od strane poverioca i kreditora.
- Negativni tokovi gotovine u delu poslovnih tokova, iskazani u finansijskim izveštajima ili projekcijama.
- Negativni ključni finansijski pokazatelji.
- Značajni gubici u poslovanju ili značajno smanjivanje vrednosti sredstava korišćene za generisanje tokova gotovine.
- Kašnjenje u isplatama dividendi ili obustava isplata.
- Nemogućnost plaćanja poverilaca u roku.
- Nemogućnost poštovanja uslova iz ugovora o kreditu.
- Promena uslova odloženog plaćanja dobavljačima uz zahtevanje plaćanja pri isporuci umesto u ugovorenom roku.
- Nemogućnost pribavljanja finansijskih sredstava za razvoj važnog novog proizvoda ili drugih značajnih investicija.

### Poslovni

- Menadžment namerava likvidaciju entiteta ili obustavljanje poslovanja
- Odlazak ključnih menadžera a da nije obezbeđena njihova zamena.
- Gubitak glavnih tržišta, franšiza, licenci ili glavnog dobavljača.
- Teškoće sa zaposlenima.
- Nedostatak važnih sirovina, repromaterijala.
- Pojava vrlo uspešne konkurencije.

### Ostalo

- Neusklađenost sa propisima vezanim za kapital ili drugim zakonskim ili regulatornim zahtevima.
- Sudski ili zakonski postupci koji se vode protiv entiteta koji su u toku i mogu, kada se završe, rezultirati presudama za koje je malo verovatno da će se po njima moći postupiti.
- Promene zakonskih propisa ili politike Vlade za koje se očekuje da će imati negativan uticaj na entitet.
- Nepostojanje osiguranja ili nedovoljno osiguranje u slučaju katastrofa.

Značaj ovakvih događaja ili okolnosti često mogu ublažiti drugi faktori. Na primer, efekat činjenice da entitet nije u mogućnosti redovno otplaćivati svoje dugove, može biti izbalansiran planovima menadžmenta da održi adekvatne novčane tokove drugim metodama, kao što je prodaja imovine, reprogramiranje otplata duga ili pribavljanje dodatnog kapitala. Slično tome, gubitak vodećeg dobavljača može biti ublažen raspoloživošću drugih alternativnih izvora snabdevanja.

Postupci procene rizika od strane menadžmenta pomažu revizoru utvrditi da li je verovatno da će primena pretpostavke stalnosti poslovanja od strane menadžmenta biti važno pitanje, da bi se utvrdio njen uticaj na planiranje revizije. Ti postupci takođe omogućavaju pravovremenu raspravu sa menadžmentom, uključujući raspravu o planovima menadžmenta i rešavanju svih uočenih problema u vezi sa stalnošću poslovanja.

### ***Dodatni postupci revizije kada se identifikuje materijalno značajna neizvesnost poslovanja***

Ako su utvrđeni događaji ili okolnosti koji stvaraju značajnu sumnju u sposobnost entiteta da nastavi sa poslovanjem u skladu sa načelom stalnosti, revizor će pribaviti dovoljno dodatnih adekvatnih revizijskih dokaza za odlučivanje o tome postoji li ili ne materijalno značajna neizvesnost, uključujući i sagledavanje ublažavajućih faktora.

Ti postupci će uključiti:

- ako menadžment još nije obavio procenu sposobnosti entiteta da nastavi sa poslovanjem u skladu sa načelom stalnosti, zahtev da menadžment obavi svoju procenu;



- ocenu planova menadžmenta u pogledu budućih aktivnosti entiteta a vezano za procenu načela stalnosti, sagledavajući da li je verovatno da će ishod tih planova poboljšati situaciju i da li su ti planovi menadžmenta izvodljivi u datim okolnostima;
  - ako je entitet pripremio projekciju tokova gotovine i ako su analize prognoza značajan faktor u razmatranju budućih ishoda događaja ili uslova u ocenjivanju planova menadžmenta za buduće aktivnosti:
2. ocenjivanje pouzdanosti polaznih podataka generiranih radi sastavljanja prognoze;
  3. utvrđivanje postoji li odgovarajuća podrška za pretpostavke na kojima se zasniva prognoza;
    - razmatranje da li su se pojavile neke dodatne činjenice ili informacije nakon datuma kada je menadžment obavio svoju procenu; i
    - zahtevanje pisane izjave menadžmenta i gde je primenljivo, onih koji su zaduženi za upravljanje, u vezi s njihovim planovima za buduće aktivnosti kao i izvodljivošću tih planova.

Revizorski postupci koji su u ovom slučaju relevantni uključuju i:

- analizu i raspravu o novčanim tokovima, profitu i ostalim značajnim prognozama sa menadžmentom;
- analiza i rasprava o poslednjim raspoloživim periodičnim finansijskim izveštajima entiteta;
- provera uslova ugovora o dužničkim instrumentima i kreditima, te utvrđivanje da li je došlo do njihovog kršenja;
- provera zapisnika sa skupštine akcionara, svih koji su zaduženi za upravljanje i relevantnih odbora radi sticanja uvida u finansijske probleme;
- provera sa pravnim zastupnikom entiteta tj. advokatom u vezi s postojanjem parnica ili tužbi i prihvatljivosti procena menadžmenta o njihovim ishodima i proceni finansijskih implikacija tj. rezervisanja;
- konfirmiranje postojanja, zakonitosti i pravosnažnosti poslova radi osiguravanja ili zadržavanja finansijske podrške sa povezanim ili trećim licima i procenjivanje finansijske sposobnosti tih osoba da osiguraju dodatne izvore;
- razmatranje planova entiteta vezanih za neizvršene narudžbe kupaca;
- provođenje revizijskih postupaka u vezi s naknadnim događajima, kako bi se utvrdilo, oni koji mogu ili umanjiti ili u nekom drugom

obliku imati uticaj na sposobnost entiteta da nastavi poslovanje po načelu stalnosti;

- utvrđivanje postojanja, uslova i primerenosti izvora zaduživanja;
- pribavljanje i pregled izveštaja o regulatornim aktivnostima;
- utvrđivanje adekvatnosti podrške bilo kom planiranom otuđivanju sredstava.

### ***Zaključci i izveštaj revizora***

Na osnovu prikupljenih revizijskih dokaza, revizor će zaključiti da li postoji prikladna primena računovodstvenog načela stalnosti od strane rukovodstva entiteta. Materijalno značajna neizvesnost postoji kada je nivo njenog mogućeg uticaja takav, da je po revizorovoj proceni, jasno objavljivanje prirode i učinaka neizvesnosti neophodno:

- da bi se postigla fer prezentacija finansijskih izveštaja, u slučaju okvira finansijskog izveštavanja sa fer prezentacijom, ili
- u slučaju okvira usklađenosti, da finansijski izveštaji ne bi dovodili u zabludu.

Ako revizor zaključiti da je primena pretpostavke stalnosti poslovanja u datim okolnostima prikladna, ali postoji značajna neizvesnost, revizor će za finansijske izveštaje utvrditi:

- Opisuju li na odgovarajući način glavne događaje ili uslove koji stvaraju značajnu sumnju u sposobnost subjekta da nastavi s vremenski neograničenim poslovanjem, kao i planove menadžmenta koji se odnose na te događaje i uslove; i
- navode li jasno da postoji značajna neizvesnost u vezi s događajima ili okolnostima koji stvaraju značajnu sumnju u sposobnost entiteta da nastavi sa poslovanjem kojim obezbeđuje stalnost i u skladu s tim, da možda neće moći da realizuje sredstva i podmiri svoje obaveze u normalnom toku poslovanja. Pri ocenjivanju prikladnosti objave u finansijskim izveštajima, revizor razmatra skreće li informacija eksplicitno pažnju na mogućnost da entitet može postati nesposoban nastaviti sa realizacijom svoga poslovanja i podmirivanjem svojih obaveza u normalnom toku poslovanja.

Revizijsko izveštavanje kada je obelodanjivanje značajne neizvesnosti primereno sadrži skretanje pažnje.

Ako je primereno obelodanjivanje dato u finansijskim izveštajima, revizor će izraziti pozitivno mišljenje i uključiti odeljak za isticanje pitanja nastavka poslovanja po načelu stalnosti u revizorov izveštaj kako bi:

- Istaknuo postojanje značajne neizvesnosti u vezi s događajima ili okolnostima koji stvaraju značajnu sumnju u sposobnost entiteta da nastavi vremenski neograničeno poslovanje; i
- skrenuo pažnju na napomene u finansijskim izveštajima koje objavljuju pitanja koja obuhvataju kontinuiranu podršku trećih osoba, bilo kroz obećavanje kredita, preuzimanje obaveze održavanja ili ostvarivanja dodatnog finansiranja ili kroz garancije, a takva je podrška važna za sposobnost entiteta da nastavi sa vremenski neograničenim poslovanjem, revizor može razmotriti traženje pisane konfirmacije (uključujući i uslove) od tih trećih osoba, kao i pribavljanje dokaza o njihovim mogućnostima da pruže takvu podršku.

Ako u finansijskim izveštajima nisu data primerena obelodanjivanja, revizor će izraziti mišljenje sa rezervom ili negativno mišljenje, već prema tome šta je odgovarajuće, u skladu sa MSR-om 705, revizor će navesti u revizorskom izveštaju da postoji značajna neizvesnost koja može stvoriti značajnu sumnju u sposobnost obezbeđenja stalnosti poslovanja. Pojam “materijalno značajna neizvesnost” koristi se u MRS-u 1 u razmatranju neizvesnosti povezanih sa događajima ili uslovima koji mogu stvoriti značajnu sumnju u sposobnost subjekta da nastavi poslovanje po načelu stalnosti, koja treba biti objavljena u finansijskim izveštajima.

***Postupci revizora u slučaju kada pretpostavka o načelu stalnosti nije ispravna i kada rukovodstvo nije voljno da izvrši procenu pretpostavke stalnosti poslovanja preduzeća***

Ako su finansijski izveštaji entiteta sastavljeni po načelu stalnosti poslovanja ali prema mišljenju revizora, menadžment nije adekvatno primenio i vrednovao načelo stalnosti poslovanja u finansijskim izveštajima, revizor će izraziti negativno mišljenje nezavisno od toga uključuju li finansijski izveštaji ili ne uključuju obelodanjivanje o neprimerenosti primene načela stalnosti od strane menadžmenta.

Ako se od menadžmenta subjekta zahteva, ili je odabrao, sastaviti finansijske izveštaje kada u datim okolnostima nije primerena primena načela stalnosti, finansijski izveštaji sastavljaju se po alternativnoj osnovi (na primer, likvidacijskoj osnovi). Revizor može biti u mogućnosti obaviti reviziju takvih finansijskih izveštaja, pod uslovom da revizor utvrdi da je alternativna osnovica prihvatljiv okvir finansijskog izveštavanja u datim okolnostima. Revizor može biti u mogućnosti izraziti pozitivno mišljenje o

tim finansijskim izveštajima, ukoliko su u njima izvršena pravilna obelodanjivanja ali može smatrati da je neophodno u revizorov izveštaj uključiti odeljak za isticanje pitanja kako bi skrenuo pažnju korisnika na alternativnu osnovu i razloge za njenu primenu.

Ako menadžment nije voljan da izvrši procenu pretpostavke poslovanja po načelu stalnosti kada revizor to od njega zahteva, revizor razmatra posledice na njegov izveštaj. U određenim okolnostima, revizor može smatrati potrebnim tražiti od menadžmenta da provede ili proširi svoju procenu. Ako menadžment to nije spreman učiniti, može biti izraženo mišljenje sa rezervom ili suzdržanost od mišljenja, jer revizor neće moći pribaviti dovoljno adekvatnih revizijskih dokaza u vezi sa primenom i obezbeđenjem načela stalnosti poslovanja pri sastavljanju finansijskih izveštaja, kao što su revizijski dokazi u vezi sa planom koji je usvojio menadžment ili postojanjem drugih faktora.

### ***Kašnjenje odobravanja finansijskih izveštaja***

Ako postoji značajno kašnjenje u odobravanju finansijskih izveštaja od strane menadžmenta ili drugih organa upravljanja zaduženih za usvajanje i odobravanje finansijskih izveštaja, koje podrazumeva da je prekoračen rok za usvajanje finansijskih izveštaja, revizor će postaviti pitanje o razlozima kašnjenja. Ako revizor veruje da bi kašnjenje moglo biti povezano s događajima koji su u vezi sa stalnošću poslovanja, revizor će obaviti one dodatne revizijske postupke koje smatra neophodnim, kao i razmotriti učinak na revizorov zaključak u vezi sa postojanjem značajne neizvesnosti.

Iz prezentovanog Međunarodnog standarda revizije može se zaključiti da revizori vode računa i sa dužnom pažnjom ispituju načelo stalnosti poslovanja, ispitujući i ulogu menadžera u vođenju računa o stalnosti poslovanja. I pored toga u praksi smo svedoci situacija da se kasno preduzimaju mere restrukturiranja i pokreću stečajni postupci, tamo gde je to neophodno. Slom Wordcoma i Enrona iako je revizorsko mišljenje bilo pozitivno, doveo je do krize u računovodstvenoj i revizorskoj profesiji, te pokretanja brojnih istraživanja i projekata u cilju vraćanja poljuljanog poverenja. Jedno od pitanja koje se u javnosti postavljalo jeste: zašto revizori nisu predvideli bankrot klijenta? U januaru 2009.godine, kao odgovor na finansijsku krizu, Odbor za međunarodne standarde revizije i uveravanja<sup>17</sup> izdao je izveštaj koji je za cilj imao podizanje svesti među menadžerima i revizorima o važnosti procene stalnosti poslovanja, kako bi

---

<sup>17</sup>International auditing and assurance standards board – IAASB.

se predvideo korporativni kolaps (IAASB 2009). Evropska komisija (EU 2010) je istovremeno posvetila posebno pitanje unapređenju uloge revizora u cilju povećanja finansijske stabilnosti.

## **2.1. Finansijska stabilnost i zaduženost kao ključni faktori održavanja stalnosti poslovanja preduzeća**

Da bi došlo do ostvarenja planiranog razvoja, svako privredno društvo tokom svoje finansijske aktivnosti mora obezbediti sebi neophodne finansijske izvore. Pored toga, privredna društva, bez obzira na profil, planiraju u svom razvoju realizaciju pojedinih investicionih projekata. Međutim, šta će biti ostvareno od onoga što je planirano, zavisiće, pre svega, od raspoloživih finansijskih sredstava. Sam proces u kome se određuju neophodna finansijska sredstva za realizaciju planirane investicije, kao i način njihovog pribavljanja, naziva se „finansiranje investicija“.

U svim investicionim projektima, u kojima je definisan i uspostavljen metod za ostvarenje planiranog razvoja, uz finansijska sredstva neophodna za izvršenje investicionih aktivnosti, takođe su određeni i izvori iz kojih će gore navedeni resursi proisteći.<sup>18</sup> Drugim rečima, realizacija i stavljanje u funkciju investicionog objekta zavisi od postojanja izvora finansiranja.

Zemlje sa razvijenom tržišnom privredom (pre svega, zemljama fondatorima Evropske unije – EU, Sjedinjenima Američkim Državama – SAD, Japanu), potencijalni investitori imaju otvorenu mogućnost da biraju između više različitih oblika (načina) finansiranja.

Opšte posmatrano, izbor se svodi na dva oblika finansiranja - između finansiranja sopstvenim ili tuđim (pozajmljenim) sredstvima, odnosno između delom sopstvenim, a delom tuđim sredstvima, što je u praksi i najčešći slučaj.<sup>19</sup>

Razmatrajući činjenicu da se u ekonomici privrednog društva pod finansiranjem u najširem smislu reči podrazumeva svaka dispozicija kapitala, to se klasifikacije načina finansiranja investicija mogu izvršiti prema više različitih kriterijuma. U ovom istraživanju, analiza je usmerena na sledeće kriterijume:

- finansiranje prema poreklu kapitala preduzeća;
- finansiranje prema pravnoj pripadnosti kapitala preduzeća;
- finansiranje u praksi privrednih društava.

---

<sup>18</sup> Subić J. (2010): *Specifičnosti procesa investiranja u poljoprivredi*. Institut za ekonomiku pljoprivrede, Beograd.

<sup>19</sup> Subić J. (2010): *Specifičnosti procesa investiranja u poljoprivredi*. Institut za ekonomiku pljoprivrede, Beograd.

Istražujući u literaturi fenomen finansijske politike može se uočiti da postoje različita mišljenja u pogledu definisanja finansijske politike preduzeća. Razlike među definicijama postoje posebno u pogledu obuhvatnosti elemenata koji se uključuju u definisanje finansijske politike preduzeća. Tako dr Janko Kralj navodi da se pod finansijskom politikom podrazumeva: „Odlučivanje o osnovnim finansijskim ciljevima, izboru strategije i taktike i pravac akcije sa namerom da se ostvare osnovni finansijski ciljevi; uspostave i održavaju optimalni finansijski odnosi u strukturi sredstava (aktiva) i izvora sredstava (pasiva) kao i optimalni odnosi među delovima sredstava i delovima obaveza, kao i načela finansijskog odlučivanja pri ostvarivanju osnovnih finansijskih ciljeva.”<sup>20</sup>

Sa obzirom da je politika nauka o veštini upravljanja, a upravljanje uvek teži ostvarivanju nekog cilja, proizilazi da se politika može shvatiti kao nauka o ciljevima i načelima, kao osnovnim izvorima saznanja, koja se primenjuju da bi se ostvarili ciljevi. Finansijska politika proizilazi iz politike poslovanja preduzeća. I dok je cilj poslovne politike preduzeća maksimiziranje dobitka u dugom roku, cilj finansijske politike je finansijska snaga preduzeća, ova sposobnost se meri kroz trajnu sposobnost plaćanja, investiranja, finansiranja, povećavanja imovine vlasnika, zadovoljavanje finansijskih interesa stejkholdera. Između ovih ciljeva postoji čvrsta povezanost ali i suprotnost. Dobitak se ne može ostvariti bez trajne sposobnosti plaćanja, finansiranja, investiranja, kao što se ni bez dobitka ne može povećati imovina vlasnika.<sup>21</sup>

Finansijsku snagu kao cilj finansijske politike nije lako ostvariti, jer je zahteva mnogo a i međusobno su uslovljeni. Finansijska snaga kao cilj finansijske politike ostvaruje se uz pomoć određenih načela. Jedno od načela je i ***načelo finansijske stabilnosti***. Ovo načelo polazi od stanovišta dugoročne finansijske ravnoteže, koja podrazumeva da su dugoročno vezana sredstva preduzeća pokrivena sopstvenim kapitalom i dugoročno pozajmljenim kapitalom.<sup>22</sup> Kada to posmatramo računovodstveno, potrebno je uspostaviti finansijsku ravnotežu, tj. da sredstva kompanije po obimu i vremenu vezivanja odgovaraju obimu i vremenu izvora finansiranja. Kao najbolji i najkorisniji pokazatelj dugoročne finansijske ravnoteže, na koji ukazuje analiza solventnosti preduzeća ili analiza dugoročne finansijske

---

<sup>20</sup> Kralj, J., (1975), *Finansijsko upravljanje u OUR*, Stručna knjiga, Beograd, str.26

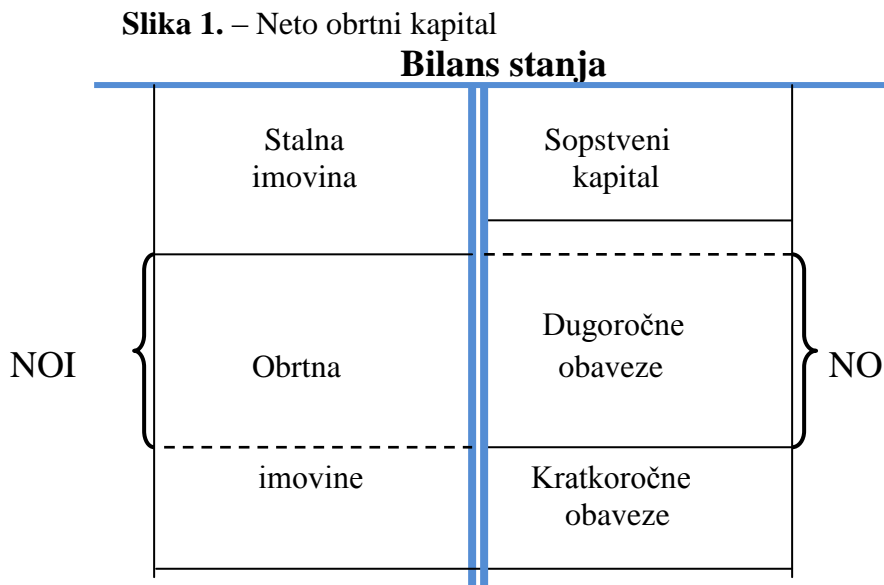
<sup>21</sup> Rodić, J., Filipović, M., (2008) *Poslovne finansije*, Beogradska poslovna škola, Beograd, str.42-43

<sup>22</sup> Vunjak, N., (2005) *Finansijski menadžment*, Proleter a.d Bečej, Ekonomski fakultet Subotica, Unireks a.d. Podgorica, str.35

sigurnosti ili dugoročnog rizika ulaganja, je neto obrtni kapital, koji se često sreće pod imenom neto obrtni fond<sup>23</sup>.

Analiza solventnosti potpada pod osnovnu racio analizu finansijskih izveštaja, obezbeđujući značajnu informacionu osnovu kako postojećim i potencijalnim vlasnicima kapitala tako i dugoročnim poveriocima, kupcima, davaocima dugoročnih kredita, kako kompanija funkcioniše tj. da li joj je obezbeđena stalnost poslovanja, da li su njeni poslovi vremenski neograničeni. Solventnost kompanije podrazumeva sposobnost preduzeća da izmiri sve svoje obaveze. Kažemo da je kompanija solventna: "Kada je sposobna da plati ukupne obaveze, ne o roku njihovog dospeća, već kad-tad, makar to bilo iz likvidacione odnosno stečajne mase".<sup>24</sup> Neto obrtni kapital je deo sopstvenog i dugoročno pozajmljenog kapitala namenjenog finansiranju obrtne imovine.

Šematski se može prikazati na sledeći način: <sup>25</sup>



<sup>23</sup> Ljiljana, R., Snežana, C., Jelica, E.Đ., (2019) Sustainable operations as a strategy of a management of companies, with review in the field of agriculture, Ekonomika poljoprivrede, Izdavači: Naučno društvo agrarnih ekonomista Balkana Beograd, Institut za ekonomiku poljoprivrede Beograd, Akademija ekonomskih nauka Bukurešt, Rumunija,

<sup>24</sup> Rodić ,J., (2007) *Teorija, politika i analiza*, Privrednik Beograd

<sup>25</sup> Malinić, D., Milićević, V., Stevanović, N., (2012) *Upravljačko računovodstvo*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str. 152

Iz šematskog prikaza vidimo da ulaganja u stalnu imovinu kao imovinu u kojoj su uložena sredstva dugoročno vezana, pokrivamo iz sopstvenog kapitala i dugoročno pozajmljenog kapitala. Obrtnu imovinu pokrivamo kratkoročnim izvorima a ukoliko deo pokrivamo iz dugoročnih izvora, znači da imamo pretičući iznos dugoročnih izvora preko vrednosti stalne imovine i on predstavlja neto obrtni kapital i obezbeđuje stabilnost i stalnost poslovanja kompanije. Koeficijent (racio) finansijske stabilnosti je odnos dugoročno vezanih sredstava i trajnog i dugoročnog kapitala i on treba da je naviše jedan ili manji od jedan. U slučaju da je manji od jedan možemo govoriti o postojanju neto obrtnog kapitala. Time se stvara sigurnost za održavanje likvidnosti jer se dugoročna finansijska ravnoteža pomena kao izvorima što stvara sigurnost, deo dugoročnog kapitala kao vremenski duže mobilisanog kapitala, upotrebljava se za finansiranje kratkoročno vezanih sredstava.

Ukoliko imamo situaciju da je taj odnos veći od jedan to stvara nestabilnost i neravnotežu jer se deo stalnih sredstava finansira iz kratkoročnih izvora čija je mobilizacija kraća a koristili bi se za pokriće stalne imovine koja je dugoročno vezana, što narušava likvidnost kompanije i daje prvi signal nestabilnosti i narušene stalnosti poslovanja. Ukoliko je mobilizacija kratkoročno vezanih sredstava jednaka dospelim kratkoročnim obavezama i po roku i po obimu, višak dugoročnih izvora nad dugoročno vezanim sredstvima predstavlja likvidnu rezervu i ona obezbeđuje sigurnost u slučaju da nastupi period da kratkoročno vezana sredstva ne odgovaraju dospelim kratkoročnim obavezama.

Finansijska stabilnost kompanije se lakše održava ukoliko imamo situaciju da su trajna (stalno) vezana sredstva pokrivena trajnim (sopstvenim) kapitalom, ako se ona pokrivaju tuđim (dugoročno pozajmljenim) kapitalom održavanje finansijske stabilnosti kompanije je moguće ali pod uslovom da se dospela glavnica dugoročnih pozajmnica u potpunosti finansira prirastom sopstvenog kapitala, iz finansijskog rezultata kompanije. Proučavajući ovaj odnos između sopstvenog i dugoročno pozajmljenog kapitala dolazimo do pojma leveridža kao i rentabilnosti poslovanja. Leveridž označava odnos između zaduženosti preduzeća i njegovog akcijskog kapitala - koeficijent duga i aktive. Veći profit putem plasmana pozajmljenih sredstava od plaćanja kamata na njih, znači i isplaćivanje vlasnicima (akcionarima) veće dobiti. To označava pozitivan leveridž u slučaju da je kamata na sopstvena sredstva viša od kamate na uzajmljena sredstva.

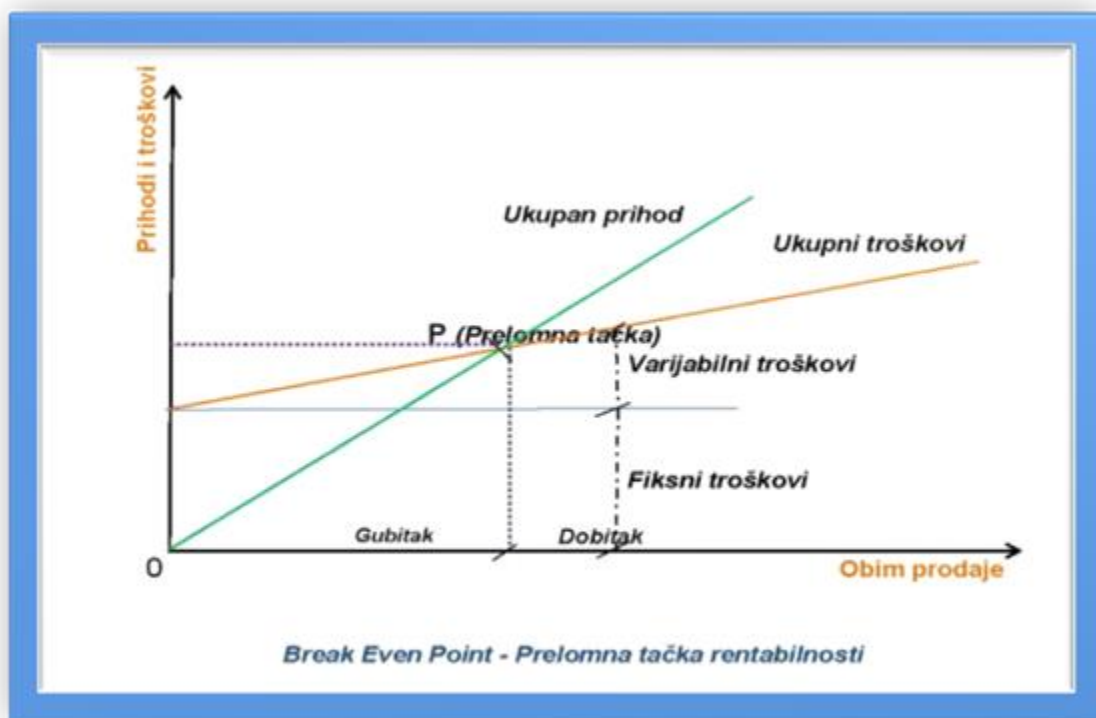


U stručnoj literaturi kada je reč o leveridžu (riziku) pronalazimo njegovu podelu na:

- poslovni i
- finansijski.

Poslovni leveridž predstavlja rizik ostvarenja poslovnog dobitka, dok finansijski predstavlja rizik ostvarenja bruto dobitka. Poslovni leveridž ima bitnu karakteristiku koja se ogleda u sagledavanju, za koliko se puta brže menja poslovni dobitak nego što se menja prihod od prodaje (pod uslovom nepromenjenog pariteta nabavnih i prodajnih cena).

**Slika 2.** –Prelomna tačka



Povećanje prihoda od prodaje po osnovu povećanja prodajnih cena ili povećanja obima proizvodnje i prodaje različito utiče na poslovni leveridž. Različit uticaj uzrokuju, varijabilni troškovi koji se povećavaju u slučaju povećanja obima proizvodnje dok ukoliko se povećavaju samo prodajne cene to nema uticaj na varijabilne troškove. Ovakvo kretanje se objašnjava putem donje granice rentabiliteta koja predstavlja prelomnu tačku u kojoj se izjednačavaju prihodi od prodaje i ukupni troškovi. Ispod te granice je zona

gubitka a iznad zona dobiti. Rentabilnost se prema Krasulji može definisati kao: "Moć zarađivanja... Stepem sposobnosti datog ulaganja... da odbaci neki prinos od svoje upotrebe."<sup>26</sup> Promena poslovnog dobitka je srazmerno veća nego što je promena obima prodaje, jer su fiksni troškovi ne promenjeni u odnosu na promenu obima prodaje, varijabilni troškovi se povećavaju sa povećanjem obima prodaje ali su po jedinici proizvoda manji. Kao što grafikon pokazuje razlika u opterećenosti prihoda fiksnim troškovima ima za posledicu veću promenu poslovnog dobitka nego što je intenzitet promene obima prodaje.<sup>27</sup>

Delatnost kompanije ima uticaj na intenzitet rasta poslovnog dobitka, kod onih privrednih grana sa visokim učešćem fiksnih troškova u poslovanju, veće promene obima prodaje izazivaju i intenzivniji rast dobiti ali takođe i manji pad obima prodaje izaziva značajne promene u poslovnom dobitku i brzo padanje u zonu gubitka. Kod ocene stalnosti i sigurnosti poslovanja kompanija to itekako treba imati u vidu. Što se tiče samog načela rentabilnosti koji po svojoj suštini doprinosi finansijskoj snazi preduzeća i utiče na finansijsku sigurnost, treba svakako istaći da maksimiranje neto dobitka u apsolutnom iznosu jeste u skladu sa načelom finansijske stabilnosti. Međutim, maksimiranje stope profita na sopstveni kapital može da bude u suprotnosti sa načelom finansijske stabilnosti. Potrebno je jačati sopstveni kapital i takvo stanovište se nalazi u osnovi načela finansijske stabilnosti, dok se jačanje dugoročno pozajmljenog kapitala nalazi u osnovi maksimiziranja stope prinosa na sopstveni kapital. Sa stanovišta kompanije i njene finansijske stabilnosti struktura kapitala je značajna:

1. Odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala treba da je takav da je lakša supstitucija pozajmljenog kapitala sopstvenim iz finansijskog rezultata.
2. Održavanje dugoročne finansijske ravnoteže je lakše ukoliko je viši sopstveni kapital.
3. Ako prinos na ukupan kapital padne usled ograničenja na tržištu, toliko da stopa prinosa na ukupan kapital bude niža od kamatne stope, stopa prinosa na sopstveni kapital i neto dobitak biće utoliko niži što je više pozajmljenog kapitala.

---

<sup>26</sup>Krasulja, D., (1973) *Finansijska analiza preduzeća*, Ekonomski fakultet Beograd

<sup>27</sup>Vunjak, N., (2005) *Finansijski menadžment*, Proleter a.d Bečež, Ekonomski fakultet Subotica, Unireks a.d. Podgorica, str.115-119

Kakav će biti odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala i kada treba ići u korist pomeranja strukture prema sopstvenom kapitalu zavisi od uslova poslovanja. Kada imamo situaciju visokog organskog sastava sredstava i visoku inflaciju to zahteva pomeranja u korist sopstvenog kapitala. Visoka rentabilnost i obezbeđena likvidnost omogućavaju pomeranje prema većem učešću pozajmljenog kapitala.

Različiti su izvori koje kompanije koriste da bi finansirale svoje poslovanje. U literature se često nalazi da bi odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala trebao da bude u proporciji 60:40, no ta granica se u praksi pomera i često je potrebna i opravdana. Kompanije često pozajmljuju sredstva i po toj osnovi stupaju u dužničke odnose, naravno ova sredstva imaju svoju ročnost kao i određenu cenu koštanja tj. kamatu. Ono što je najvažnije kod uspostavljanja dužničkih odnosa kako za samu kompaniju tako i za kreditore i ostale poverioce je sposobnost kompanije da na vreme izmiruje te svoje obaveze koje je stvorila tj. da obezbedi likvidnost poslovanja. Da bi se utvrdilo da li je kompanija sposobna da na vreme izmiruje svoje obaveze koriste se različiti alati analize finansijske sigurnosti i nivoa zaduženosti. Analitički vrednujući podatke iz bilansa stanja kompanije, često se uočava da postoji mogućnost izvršavanja kratkoročnih obaveza tj. da je obezbeđena likvidnost ali dugoročno uočava se ne mogućnost izmirenja obaveza po njihovom dospeću tj. insolventnost. Vođenje neadekvatne finansijske politike kompanije uzrokuje visoku zaduženost.

Zaduženost se izražava putem sledećih pokazatelja:

- Step en kapitalizacije
- Neto dug/EBITDA (dobit pre kamate, poreza na dobit i amortizacije)
- Neto dug/kapital

**Step en kapitalizacije** – ili Equity ratio pokazuje strukturu pasive u bilansu stanja, što je viši, kompanija je sigurnija u smislu zaduženosti.

Equity ratio se dobija po formuli:

$$\text{Equity ratio} = \frac{\text{Kapital}}{\text{Pasiva}}$$

Kompanija ima dva izvora finansiranja:

- kapital
- obaveze (kredit, dobavljači...)

Što se više kompanija finansira iz svojih izvora tj. svojim kapitalom ona je na sigurnijoj strani.

### ***Neto dug/EBITDA***

Racio se koristi za ocenu zaduženosti, iz bilansa stanja se uzima iznos neto duga, a iz bilansa uspeha uzima se iznos dobiti pre kamate, amortizacije i poreza na dobit.

Iznos koji se dobije govori za koliko godina kompanija može da vrati kredite. Svaki racio broj ima neke određene („normalne“) vrednosti, pa je to situacija i za ovaj racio broj. Pozitivno je ukoliko je broj godina manji od dva, u granicama normalnog je period od 2 do 5 godina, a negativno i nepovoljno ukoliko je to iznad 5 godina.

### ***Neto dug/kapital***

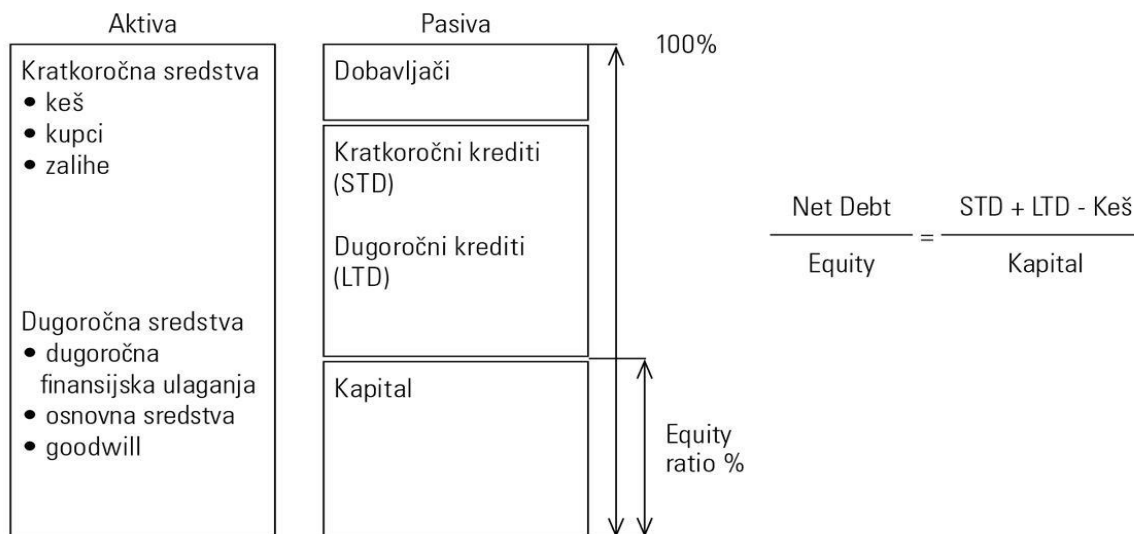
Kod ovog racia poredimo dva iznosa iz Bilansa stanja

- net dug –net debt
- kapital –equity.

Kod izračunavanja racio broja trebalo bi da uzimamo tržišnu vrednost kapitala. Ovaj racio broj se zove i Gearing odnosno stepen prenosa. On pokazuje da li kompanija više koristi sopstvena ili pozajmljena sredstva.

Često se ovaj racio skraćuje i umesto izraza Net debt/equity koristi se izraz D/E.

**Kod analize zaduženosti posmatra se desna strana Bilansa stanja, odnosno Pasiva**



Posmatrajući finansijsku stabilnost i zaduženost u prethodnom izlaganju, može se zaključiti da je za stabilnost i zaduženost kao ključne u obezbeđenju stalnosti poslovanja veoma bitna struktura kapitala i odnos između sopstvenog i pozajmljenog (tuđeg) kapitala. Promena odnosa u strukturi kapitala, poželjna struktura kao i uticaj parametara strukture kapitala na vrednost kompanije formalizuju se kroz kontekst teorija strukture kapitala. Karakteristično za sve teorije je pitanje i stav o relevantnosti strukture kapitala za vrednost kompanije, kao i pitanje optimalne strukture kapitala.

U teoriji nailazimo na grupisanje teorija strukture kapitala na sledeći način:

1. Miller-Modigliani teorija
2. Tradicionalna škola
3. Agencijski model
4. Teorija hijerarhijskog poretka
  1. Miller-Modigliani teorija irelevantnosti strukture kapitala<sup>28</sup> -

<sup>28</sup> Vidučić.LJ., (2001) *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*, Ekonomski pregled Vol.52 br. 7-8, str. 784-800

Miller i Modigliani teorija ili MM teorija predstavljaju osnovu moderne teorije strukture kapitala. Prvu verziju postavili su 1958. i njom su utvrdili da su odluke o strukturi kapitala irelevantne. Vrednost kompanije determinisana je očekivanim gotovinskim tokovima i poslovnim rizikom. Ukoliko poslujemo pod pretpostavkom perfektnosti tržišta, vrednost kompanije nije moguće povećati finansijskim odlučivanjem u pravcu zaduživanja. Prema ovoj teoriji vrednost zadužene kompanije jednaka je vrednosti nezadužene.

*MM pre uvođenja poreza u model- postavka I. glasi:*

$$V_z = V_n$$

gde je:

VZ - vrednost kompanije koja se zadužuje (koristi se polugom)

Vn - vrednost kompanije koja se ne zadužuje.

Bogatstvo akcionara zavisi od vrednosti kompanije, odluka o strukturi kapitala ne utiče na bogatstvo akcionara. Prema ovom shvatanju uticaj finansijske poluge (kao optimalni odnos vlastitog i tuđeg kapitala) na prosečni ponderisani trošak kapitala, jer je uticaj jeftinijeg finansiranja zaduživanjem kompenzovan rastom stope povrata na vlastiti kapital zbog većeg rizika. Time dolazimo do druge postavke.

*MM pre uvođenja poreza u model - postavka II glasi:*

$$r_e = r_o + \frac{D}{E} (r_o - r_d)$$

gde je:

$r_e$  - tražena stopa povrata na vlastiti kapitala, trošak vlastitog kapitala

$r_o$  - trošak kapitala kompanije koja ne koristi finansijsku polugu

D

— = odnos duga i vlastitog kapitala, finansijska poluga

E

$r_d$  - kamatna stopa, trošak duga.

Ovakvim stavom ( $r_e$ ) je linearna funkcija finansijske poluge. Ovde se uočava i nulti efekt uvođenja zaduživanja na cenu akcija, jer negativni

efekat rasta, tražene stope povrata na vlastiti capital, kompenzovan je pozitivnim efektom rasta zarade po akciji na rast cene akcija. Daljim radom, autori 1964. godine polaze od dešavanja u privrednom životu kompanija i postavljaju teoriju posle uvođenja poreza u model. Uzimaju u obzir postojanje korporativnih poreza ali ne i troškove finansijskih neprilika koji idu uz korišćenje zaduživanja, tako da MM teorijom utvrđuju da je vrednost kompanije pozitivno vezana sa polugom, a to je izraženo posle poreznom propozicijom I.

Prema tom stavu kompanija koja se finansira iz zaduživanja, ima svojevrsnu poresku zaštitu u vidu prava na odbitak troškova kamate na dug u poreskom bilansu. Što investitorima omogućava veći gotovinski tok. Pretpostavljajući postojanje višeg gotovinskog toka kompanije koje se koriste finansijskom polugom u odnosu na one koje je ne koriste, rizičnost poreske zaštite jednaka je rizičnosti plaćanja kamata jer je na taj način moguće izračunati sadašnju vrednost zaštite:

$$SV_{pz} = \frac{T_k \cdot rd \cdot D}{rd} = TkD$$

$SV_{pz}$  = sadašnja vrednost poreske zaštite  
 $T_k$  = stopa korporacijskog poreza na dobit

*MM postavka I sa uključenim porezima glasi:*

$$V_z = V_n + TkD$$
$$V_n = \frac{EBIT(1-T_k)}{r_o} \quad V_z = \frac{EBIT(1-T_k)}{r_o} + TkD$$

gde je:

EBIT = bruto dobit uvećana za kamate, dobitak iz poslovanja  
 $r_o$  = trošak kapitala kompanije koja se ne koristi finansijskom polugom  
 $T_k$  = stopa korporacijskog poreza na dobit  
 $V_z$  = vrednost kompanije koja se zadužuje (koristi se polugom)  
 $V_n$  = vrednost kompanije koja se ne zadužuje

Vrednost kompanije koja koristi finansijsku polugu veća je od one koja je ne koristi, za veličinu sadašnje vrednosti poreske zaštite. Porast vrednosti

kompanije zbog zaduživanja dovodi do porasta cene akcija. Iz linearnog odnosa vrednosti i poluge proizilazi da je vrednost veća što je veća poluga. *MM postavka II sa porezima glasi:*

$$r_e = r_o + \frac{D}{E} (1 - T_k)(r_o - r_d)$$

Prema toj postavci veza između očekivane stope povrata na sopstveni kapital i poluge, zbog povećanja rizika sopstvenog kapitala usled upotrebe poluge, pozitivna je kao i u slučaju postavke II pre uključivanja poreza.

## *2. Tradicionalna škola<sup>29</sup>*

Po tradicionalnom shvatanju strukture kapitala, moguće je uspostavljanjem odnosa sopstvenog i pozajmljenog kapitala doći do optimalne kombinacije izvora finansiranja, sa maksimalnom vrednošću preduzeća i minimalnim troškovima finansiranja. Putem finansijskog leveridža (poluge) moguće je da kompanija poveća svoju ukupnu vrednost. Prema ovoj teoriji optimalna struktura kapitala zaista postoji. Teorija polazi od sledećih osnovnih pretpostavki:

1. U strukturi kapitala kompanije nalazi se samo akcijski kapital i dug.
2. Isključuje se porez na dobit kompanije.
3. Relativan odnos duga prema sopstvenom kapitalu menja se u zavisnosti od emitovanja i povlačenja akcija i obveznica, zanemarujući troškove ovih transakcija.
4. Ukupan neto dobitak se isplaćuje u vidu dividende.
5. Ne očekuje se rast neto poslovnog dobitka.

Po tradicionalistima pri niskom učešću dugova u strukturi kapitala, povećanje učešća dugova povećava vrednost kompanije, jer se izvor finansiranja koji ima veću cenu (sopstveni kapital) zamenjuje onim koji ima manju cenu (pozajmljeni kapital), što smanjuje prosečnu cenu kapitala kompanije i povećava tržišnu vrednost kompanije. U momentu kada se stepen zaduženja preduzeća poveća u toj meri da se dovodi u pitanje dalje ostvarenje pozitivnog rezultata, tada svi i poverioci i akcionari zahtevaju više stope prinosa, cena dugova kao i sopstvenog kapitala naglo raste što vodi rastu cena kapitala odnosno padu vrednosti kompanije. Tradicionalisti

---

<sup>29</sup> Ivaniš, M., (2010) *Optimalna struktura kapitala korporativnog preduzeća*, Časopis Finansije, bankarstvo, osiguranje, str. 10



zaključuju da postoji optimalan nivo zaduživanja. Zadatak je finansijskog menadžera da pronade onaj odnos zaduženosti (dug/imovina, tj. D/A) koji maksimizira vrednost kompanije. Ako je poslovni plan kompanije fiksna, ona može maksimalizirati sadašnju vrednost gotovinskih tokova usvajanjem takvog finansijskog plana koji minimizira trošak kapitala.

### *3. Agencijski model*

Nastao je kao odgovor na MM teoriju uvođenjem troškova finansijskih neprilika (bankrotstva) i agencijskih troškova. Optimalan odnos unutar strukture kapitala postiže se u tački u kojoj se izjednačavaju koristi i troškovi zaduženja. Koristi zaduženja proizilaze iz poreskih povlastica kao i sniženja agencijskih troškova, a troškovi zaduženja su troškovi finansijskih neprilika i agencijski troškovi, prema Campell-u 1999. Finansijske neprilike se javljaju kada kompanija ne može da servisira obaveze prema kreditorima ili ima velike poteškoće da održi poslovanje ukoliko uspeva da ih finansira.

U krajnjem slučaju kompanije bankrotiraju usled finansijskih neprilika, time akcionari gube vlasništvo. Troškovi finansijskih neprilika uključuju direktne troškove - administrativne i zakonske troškove vezane uz likvidaciju ili reorganizaciju (advokatske usluge, računovodstveni troškovi, i sl.) i indirektne, vezane uz ugrožavanje odnosa sa poslovnim partnerima, koji zajedno mogu iznositi i do 20% vrednosti kompanije. Pri manjem nivou duga, verovatnost finansijskih neprilika je mala, a korist duga - sadašnja vrednost poreske zaštite - nadmašuje trošak finansijskih neprilika. Sa daljim zaduživanjem, raste finansijski rizik koji snose akcionari (veća varijabilnost stope povrata i viši sistemski rizik, tj. beta) i time tražena stopa povrata na sopstveni kapital. Raste i verovatnoća finansijskih neprilika, a trošak finansijskih neprilika značajno snižava vrednost kompanije. Iz tih razloga se vrednost kompanije koja se koristi zaduživanjem može izraziti relacijom (Brealey, 1991.):

Vrednost kompanije koja se sadašnja vrednost sadašnja vrednost  
Vrednost kompanije =  
finansira samo sopstvenim kapitalom + poreske olakšice - troškova  
finansijskih neprilika

### *4. Teorija hijerarhijskog poretka*

Ova teorija polazi od stanovišta da menadžeri preferiraju interni (sopstveni) kapital, samo u slučaju da sopstveni kapital nije dovoljan da pokrije sve rashode, obezbedi servisiranje ranijih dugova i omogući novo investiranje, menadžeri će posegnuti za eksternim izvorima, kroz emisiju zaduživanja umesto emisije akcija.

U okviru ove teorije - *Teorija signalizacije* polazi od stanovišta da menadžeri i drugi zainteresovani imaju privatne informacije o perspektivi kompanije ili o investicionim prilikama na tržištu i na osnovu toga kada očekuju dobre efekte poslovanja i povrata na investirana sredstva preferiraće finansiranje iz dugova.

*Teorija "postupka slaganja"* utemeljivači teorije S.C.Myers i N.S.Mayluf, polazeći od informacijske asimetrije između menadžera i eksternih investitora, daju definisanje redosleda finansiranja koji preferiraju menadžeri. Naime, menadžeri preferiraju finansiranje novih investicionih projekata prema ovom redosledu: prvo interno generirana gotovina, zatim niskorizični dugovni instrumenti-obveznice, pa hibridne (konvertibilne obveznice) i na kraju obične akcije. Budući da preferiraju interno finansiranje investicija, kompanije sprovode politiku stabilnih dividendi. Za pribavljanjem eksternih sredstava posežu kada povećane investicijske mogućnosti i/ili niža profitabilnost dovode do neravnoteže kapitalnih izdataka i interno generisanih sredstava, koja se ne može otkloniti sniženjem gotovinskog salda i prodajom utrživih akcija.

Na osnovu prezentovanih teorija strukture kapitala, odnose u optimalnoj strukturi kapitala u osnovi nije ni moguće formulisati u smislu jedne opšte važeće formule, svako preduzeće za sebe mora tragati za optimalnom strukturom kapitala tj. odnosom sopstvenog i pozajmljenog kapitala.

Odluke o strukturi kapitala svrstavaju se među najkontraverznija područja teorije finansijskog menadžmenta. Ovde je osnovna dilemma, ima li odluka o strukturi kapitala uopšte efekta na vrednost kompanije, u poslednje vreme sve se više govori o analizi faktora koji su pozitivno ili negativno povezani sa zaduženošću kompanije. Promene u strukturi kapitala se nalaze u osnovi restrukturiranja.

## **2.2 Upozoravajući signali koji ugrožavaju stalnost poslovanja**

Stalnost poslovanja se ugrožava najviše kriznim stanjem u kompaniji i okruženju. Pojam krize se menjao protokom vremena. 1978. Smart,

Thompson & Vertinsky definišu krizu kao: "situaciju u kojoj postoji opasnost visokog intenziteta." Milisavljević i Todorović 1991. definišu krizu kao: "postojanje egzistencijalne ugroženosti kompanije". Kriza je posledica loših finansijskih rezultata i odluka menadžmenta, koji na osnovu podataka iz finansijskih izveštaja, urađene finansijske analize putem različitih modela mogu da donesu pravovremene odluke. Ranih sedamdesetih godina razvijeni su modeli kao što je Altmanov model, zasnovan na analizi tradicionalnih finansijskih racija. Tokom vremena, sa razvojem informacionih tehnologija, razvijeni su modeli kao što je "data mining", tehnike inteligentnih modela i neuronske mreže. Od finansijskih pokazatelja najčešće se koriste racia: likvidnosti, zaduženosti, gubitka, negativan novčani tok iz poslovne aktivnosti i dr.

Signali ili simptomi koji ukazuju na to da nastupa kriza ili je do finansijske krize već došlo su brojni. Detaljna analiza unutar samog preduzeća, naročito analiza finansijskih izveštaja predstavlja osnovni alat koji se koristi da bi uočili te signale. Često se dešava da nefinansijski signali daju raniju informaciju o postojanju krize, kada se uoče i svi finansijski signali to već može biti poodmakla faza problema. Signali su ti koji nam omogućavaju da bi pravovremeno spoznali egzistencijalnu opasnost. Njihovo praćenje i analiziranje je bitno da bismo reagovali povodom krize, uzroci su već doveli do takvog stanja i oni se u sledećoj fazi identifikuju, traži se "koren" problema i otklanja se. U najvažnije tehnike za predviđanje poslovnog neuspeha i za rano otkrivanje signala potencijalne krize svakako spadaju:

- Bonitet kompanije
- Bilansni indikatori
- Vanbilansni indikatori
- Analiza gepa
- Usklađenost ciljeva i rezultata.

U signale krize kompanije prema Stuart Slatter-u i David Lovett-u<sup>30</sup> ubrajamo one koje možemo posmatrati iz uglova zainteresovanih strana.

Tako da u toj podeli prvo polazimo od:

**Vlasnika, akcionara** koji od signala uočavaju one vezane za samo poslovanje, a ti simptomi su:

---

<sup>30</sup>Slatter, S., Lovett, D., (2004) *Corporaty Recovery Managing Companies in Distress*, Beard Books Washington DC str.13-53

- Različiti nastupi menadžera.
- Ponavljanje grešaka u lansiranju novih proizvoda.
- Neusaglašeni javni nastupi menadžera oko strategije poslovanja.

Zatim imamo signale vezane za tržište kapitala – porast novog zaduživanja da bi se nadoknadili gubici, oni koji potiču od finansijskih informacija a bitni su iz ugla vlasnika to je pad profitabilnosti izražen kroz pad (prihoda, cena akcija, profita, tržišnog učešća, kreditne sposobnosti, likvidnosti, dividende, obima prodaje, stepena kapitalizacije), pogoršanje pokazatelja javno objavljenih finansijskih izveštaja, negativno mišljenje revizora.

***Ako posmatramo sa stanovišta javnosti:***

Simptomi vezani sa samim poslovanjem su

- Promene u zahtevima za preuzimanjem.
- Odlazak izvršnih menadžera.

Vezani sa tržištem kapitala

- Stalno refinansiranje zajmova.

Vezani za finansijske informacije

- Neverovatno loši finansijski rezultati, ozbiljan gubitak profita.

***Iz ugla analitičara:***

Signali povezani sa samim poslovanjem:

- Nedostatak same strategije ili načina implementiranja iste.
- Napuštanje kompanije od strane ključnih zaposlenih.
- Česte promene menadžmenta.
- Izostanak investiranja u nove proizvode, tehnologije i zaposlene.
- Gubitak ključnih kupaca i klijenata.
- Strah i otpor menadžmenta.
- Signali koji se povezuju sa tržištem kapitala.
- Kršenje bankarskih pravila.

- Rasprave o planovima restrukturiranja.
- Signali koji se povezuju sa finansijskim informacijama
- Pogoršanje finansijskih parametara gotovo svih naročito u odnosu na granske proseke.

•

***Iz ugla kupaca i dobavljača:***

Signali koji se povezuju sa samim poslovanjem

- Kašnjenje isporuka robe.
- Kašnjenje u plaćanju obaveza prema dobavljačima.
- Povećanje naplate faktoring kompanija.
- Smanjenje narudžbina.
- Problemi sa IT sektorom.
- Pad morala zaposlenih.
- Povećanje zahteva za avansnim plaćanjem.

Signali koji se povezuju sa tržištem kapitala

- Sporazum poverilaca i banaka u davanju saglasnosti na plan restrukturiranja.

***Iz ugla računovođa:***

Signali povezani sa samim poslovanjem

- Nedostatak liderstva.
- Gubitak kredibiliteta top menadžmenta.
- Loše upravljanje obrtnim sredstvima.
- Operativni ciljevi nisu usklađeni sa strategijom i ona se ne može implementirati.
- Analiza je nepovoljna.
- Ne reaguje se brzo.
- Povećan broj sudskih sporova.
- Signali povezani sa tržištem kapitala
- Strožiji bankarski uslovi kada je u pitanju dodatno zaduživanje.

- Signali povezani sa finansijskim informacijama
- „Kreativno,, računovodstvo.
- Pogoršanje najvažnijih finansijskih parametara.
- Učestalo revizorsko negativno mišljenje ili mišljenja sa rezervom.

### ***Iz ugla zaposlenih:***

Signali povezani sa samim poslovanjem

- Česti hitni sastanci rukovodstva i zaposlenih.
- Povećanje nivoa neizvesnosti.
- Povećanje izolovanosti i odsustvo timskog rada.
- Porast problema u komunikaciji.

## **2.2.1. Uzroci finansijske krize unutar preduzeća**

Razvoj pogodnih sistema koji mogu da klasifikuju faktore koji uzrokuju krizu nije ni malo jednostavan kako bi to na prvi pogled moglo da izgleda. Čak i kada uzorci krize potiču iz okruženja koje je izvan kontrole menadžmenta kompanije, pojedini autori se saglašavaju sa stavom da su menadžeri morali predvideti takve okolnosti. David Lovett je 80-tih napravio brojne prezentacije, bazirane na stanovištu da ono što odvaja uspešan od neuspešnog biznisa su samo dve stvari: menadžment i sreća. U svom daljem radu sa kompanijama koje imaju teškoće u poslovanju, autor je zaključio da upravljanje i sreća nisu dovoljni u radu, da bi uspele u poslovanju, kompanije moraju analizirati mnogo informacija.

Po jednom viđenju konkurentnost može biti glavni uzrok problema na tržištu, no to ne mora biti i jedini uzrok, vođenje adekvatne finansijske politike troškova, cena, investiranje u moderniju tehniku i opremu mogu po drugima biti glavni uzroci za nastale probleme. Autori Slatter i Lovetty su u svojoj knjizi napravili podelu svih tih uzroka na interne, one koje deluju unutar preduzeća i eksterne, koji se dešavaju spolja, a imaju uticaj na poslovanje kompanije. Kasnije su i mnogi drugi autori prihvatili takvu podelu, Lymbersky 2013<sup>31</sup> kao i domaći autori Erić i Strošić 2013<sup>32</sup>.

---

<sup>31</sup> Lymbersky,C., (2013) *International Turnaround Management Standard Version 1.1*,Hamburg, MLP Management Labaratory Press UG

- ***Interni uzroci:***
- *- Loše upravljanje – menadžment*

Pored samog upravljanja koje je loše ovde se uključuju i lične osobine pojedinih članova menadžerskog tima. Prema shvatanjima jednog od veoma uticajnih autora iz ove oblasti Dejvida Lovetta, ovo predstavlja osnovni faktor neuspeha (uz koji je on često isticao i lošu sreću, Slatter & Lovett, 2004, str. 21). U većini slučajeva loš menadžment predstavlja prvi, osnovni i najvažniji faktor krize. Nekompetentnost i gubitak interesovanja za poslovanje najviše šteti kada je u pitanju upravljanje preduzećem.

Pored ovih ličnih osobina navode se i različiti tipovi upravljanja, odnosno šest najčešćih situacija u upravljanju koje dovode do krize:

*–Autokratski tip menadžera – gde važi pravilo sve je u jednom čoveku.*

Ovaj način upravljanja može se pojaviti kod svih tipova preduzeća bez obzira na njihovu veličinu i finansijsku snagu, od malih do multinacionalnih kompanija. Postojanje autokratskog načina upravljanja ne mora samo po sebi da bude loše, čak na samom početku ovakav način upravljanja donosi određene benefite s'obzirom da autokratski tip ličnosti često je u stanju da preuzima rizike, a opšte je poznato da veći rizici donose i veće koristi. Mnoga uspešna preduzeća su se na takav način razvijala, što znači da autokratski stil menadžmenta ne mora automatski da dovede do krize. Međutim, ovaj faktor može biti i značajan uzrok neuspeha i krize, posebno kada menadžeri ne uspevaju da se prilagode promenama. Uspešan „autokrata” mora da se prilagođava novim uslovima i prihvata nove ideje. Neuspešan ne reaguje na promene i savete svojih saradnika, što dovodi do neuspeha i krize.

*–Nerazdvajanje funkcija predsednika odbora direktora i izvršnog direktora*

Često se dešava da jedna osoba obavlja te funkcije koje bi trebale biti razdvojene, najviše zbog omogućavanja efikasnog rada sistema finansijskog upravljanja i kontrole, gde imamo više osoba koje vrše kontrolu. To ne mora da bude pravilo ali se u mnogo slučajeva dešava da predstavlja problem,

---

<sup>32</sup> Erić,D., Stošič,I. (2013) *Korporativno restrukturiranje*, Institut ekonomskih nauka, Beogradska bankarska akademija Beograd str. 425-437

kontrola najviše zavisi od same ličnosti i njenih osobina i sklonosti. Veća je verovatnoća sigurnosti, ako više ličnosti ima uvida u poslovne aktivnosti.

*-Neefikasan odbor direktora*

Mnogi autori bi se složili sa konstatacijom da je ovo simptom a ne uzrok krize poslovanja, međutim odbor direktora donosi strategiju poslovanja, ima ključnu ulogu u planiranju, raspoređivanju sredstava i kontroli. Često se dešava da su strategije dobre ali nisu implementirane, operativni poslovi se ne izvršavaju dobro i na vreme. Ti poslovi su u nadležnosti izvršnih direktora, dobra komunikacija i kontrola od strane odbora direktora doprinosi da se poslovi realizuju na vreme i kvalitetno. Postoji više razloga koji dovode do toga, kao npr. ne učestvovanje u radu i nezainteresovanost eksternih članova, uključivanje izvršnih direktora samo povremeno u radne aktivnosti, nestručan sastav odbora direktora, nedostatak komunikacija između pojedinih članova, itd.

*-Neefikasno liderstvo*

Mnogi menadžeri ne poseduju dovoljno menadžerskih znanja i posebno veština. Oni često administriraju, pokušavaju da održe status quo stanje i ne čine ništa ili vrlo malo da bi inicirali promene. Takvi menadžeri nemaju viziju i sposobnost da motivišu ljude na njenom ostvarenju. Menadžeri treba da imaju lidersku poziciju i da se zalažu za promene, prateći šta se dešava u okruženju. Održavanje poslovanja onakvim kakvo trenutno jeste i čak da je vrlo uspešno trenutno ne može ostati tako stalno. Da bi kompanija opstala, održala se na tržištu, obezbedila vremenski neograničeno poslovanje, ona mora stalno da se menja.

*-Zanemarivanje osnovne delatnosti preduzeća*

Pri dostizanju određenog stepena razvoja, kompanije počinju širiti svoje poslovanje i na druge delatnosti, kreću sa diversifikacijom poslovanja. Diversifikacija, podrazumeva dalji rast i to je dosta složena aktivnost, jer se izvori rasta traže izvan osnovne delatnosti u drugim granama, zbog čega ona zahteva donošenje značajnih odluka, koje su osnova strateških promena tj. restrukturiranja. Zbog složenosti, ovakvi poslovni poduhvati zahtevaju mnogo uloženog truda i vremena, tako da kod velikih, diversifikovanih preduzeća, menadžeri usled prevelike diversifikacije zapostavljaju core biznis.

*-Nedostatak menadžerskih znanja i veština*



Neophodnih za uspešno obavljanje poslova. Ukoliko top menadžer prevashodno obavlja operativne a ne strategijske poslove, propustiće se mnoge šanse i uslediće mnoga neprijatna iznenađenja. Ukoliko menadžeri ne poseduju značajne veštine – timskog rada, rešavanja konflikata, efektivne komunikacije, itd. neće biti u stanju da odgovore na brojne izazove iz okruženja.

*-Neadekvatna finansijska kontrola*

Važi za jedan od najčešćih uzroka krize u kompaniji, koja narušava redovno poslovanje i preti da ugrozi kompaniju, naruši jedno od osnovnih načela a to je stalnost poslovanja. To se ogleda u slaboj kontroli troškova, prihoda, novačanih tokova, neadekvatnom praćenju finansijskih performansi, lošem računovodstvenom sistemu, pogrešnoj postavci informacionog sistema. Kada su u pitanju informacioni sistemi u poslednjih 20 godina oni su značajno unapređeni i omogućavaju dobru organizacionu osnovu za praćenje i kontrolu. Često se svi ti sistemi koji omogućavaju strogu kontrolu neadekvatno i nedovoljno koriste od strane samog menadžmenta. Nedostatak i neadekvatnost finansijske kontrole može da podrazumeva sve ili samo neke od sledećih aktivnosti: neadekvatno projektovanje i praćenje cash-flow-a, loš sistem alokacije troškova, odsustvo kontrole plaćanja obaveza, ne izračunavanje i ne proveravanje ključnih performansi kompanije.

Postoji još uvek mnogo kompanija, naročito onih manjih, koje se oslanjaju samo na računovodstvene podatke i to one koje sadrže finansijski izveštaji, koji su obavezni za dostavljanje jednom godišnje i pokazuju stanje i uspeh kompanije predhodne poslovne godine. Propisani finansijski izveštaji ne mogu se sami koristiti i na taj način obezbediti potpunu kontrolu i stabilnost poslovanja, oni u sebi sadrže agregirane pokazatelje i dosta se kasno dostavljaju da bi obezbedili adekvatnu kontrolu. Ono što je najvažnije u kontroli jesu informacije o trenutnom poslovanju. Kontrolni mehanizam je slab kada preduzeće nije u stanju pravilno da identifikuje, proceni, područja koja gube sredstva, od onih u koja treba ulagati da bi se kreirao profit.

*- Neadekvatno upravljanje sredstvima*

Kao poseban bitan faktor u okviru pogrešnog upravljanja finansijama, možemo istaći loše upravljanje obrtnim sredstvima. Na našim prostorima ovo je često posledica niskog nivoa znanja iz oblasti finansijskog menadžmenta. Mnoga preduzeća koja su poslednjih par godina zapala u krizu sa blokiranim računima su došla u takvu situaciju upravo iz ovog

razloga. Slabo upravljanje obrtnim kapitalom i nepostojanje neto obrtnog fonda, mogu posebno biti opasni za kompanije u početnim fazama razvoja, kada je čak ugrožena i njihova egzistencija.

#### *-Visoki troškovi*

Posebno bitan činioc poslovnih aktivnosti, utiče na visinu profitnih margina i mogućnost kreiranja konkurentskih prednosti. Jedna od značajnih konkurentskih prednosti na strani troškovne prednosti je ekonomija obima, ona je dugo bila poznata kao glavni faktor profitabilnosti. Da bi dala efekte ona zahteva masovnu proizvodnju zrelog standardnog proizvoda, gde se primenjuju linijski procesi i standardni inputi. Ona se postiže kada se više jedinica proizvoda ili usluga može proizvesti ili pružiti sa prosečno manjim troškovima inputa po jedinici proizvoda.

Zbog sve manje homolognog tržišta i standardizacije koja se više ne isključuje sa fleksibilnošću, javlja se nemogućnost ostvarivanja efekata po osnovu ekonomije obima. Međutim u uslovima masovne proizvodnje gde su proizvodni standardi, još uvek osnovni izvori konkurentnosti, ekonomija obima je značajna. Takođe nemogućnost korišćenja ekonomije obima postoji usled suviše malih kapaciteta i obim proizvodnje za svetske standarde, krive iskustva i učenja. Visoki ukupni troškovi mogu biti posledica velikih fiksnih troškova, usled posedovanja inferiorne i zaostale tehnologije, nepovoljne lokacije, skupe radne snage, itd.

U prethodnom izlaganju pod tačkom – Finansijske stabilnosti, autor navodi značaj fiksnih troškova, gde delatnost kompanije ima uticaj na intenzitet rasta poslovnog dobitka, kod onih privrednih grana sa visokim učešćem fiksnih troškova u poslovanju jer veće promene obima prodaje izazivaju i intenzivniji rast dobiti ali takođe i manji pad obima prodaje izaziva značajne promene u poslovnom dobitku i brzo padanje u zonu gubitka.

Zbog otežane nabavke retkih sirovina i materijala često se javlja potreba nabavke iz eksternih izvora po visokim cenama. Problem može biti i rast troškova usled prevelike diversifikacije, načina upravljanja i organizacione strukture, što može uticati na visinu administrativnih troškova. Ne sme se ispustiti iz vida ni operativna neefikasnost, usled niske produktivnosti, lošeg planiranja, takođe kod delatnosti kod kojih je karakteristična intenzivna radna snaga, veoma su značajni troškovi rada.

#### *-Nedovoljne marketing aktivnosti*

Ove aktivnosti su značajne sa stanovišta konkurentnosti, istraživanje tržišta je često aktivnost koja uopšte nije zastupljena kod kompanija. Ovo je karakteristično za većinu domaćih preduzeća koja boreći se sa likvidnošću teško mogu finansijski ispratiti ove aktivnosti, uprava preduzeća često na ove troškove gleda kao na nepotrebne i neproduktivne. Promotivne aktivnosti su značajne, naročito kada se dešavaju promene, kao što su neki novi prodajni poduhvati, aranžmani, akcijska sniženja cena i sl. Odgovarajuća analiza tržišta pružiće informacije o adekvatnosti ponude proizvoda i usluga preduzeća, pravovremeno reagovanje na zahteve potrošača, mogućnost efikasne propagande, targetiranje ključnih potrošača, adekvatne postprodajne usluge, usluge servisiranja i sl.

-Prebrz rast koji kompanija finansijski ne može pratiti

Podrazumeva da mnoge kompanije narastu brzo, brže nego što im dozvoljavaju interno generisana sredstva i objektivno utvrđeni i odmereni pozajmljeni izvori. Na taj način dolaze u situaciju da postaju "fantomske firme" ogromne veličine i snage, a u stvari „baloni“ koji brzo pucaju. Pre dvadesetak godina brz rast su imale dve „paradržavne“ banke – Jugoskandik i Dafiment banka – brzo rasle, još brže nestale – nikada do kraja nije rasvetljena pozadina osnivanja i poslovanja. Prekome rast često predstavlja osnov za započinjanje restrukturiranja kompanija da bi se na vreme izbegle posledice bankrotstva tj. propasti takvih kompanija. One se odgovarajućim merama restrukturiranja mogu održati i time sprečiti ugrožavanje njihove stabilnosti i stalnosti poslovanja.

-Veliki projekti koji su neodrživi za kompaniju

Prebrz rast prate i investicije u suviše velike projekte. Investicioni promašaji su vrlo opasni po opstanak preduzeća. Greške mogu nastati usled potcenjenih troškova, precenjenih prihoda, start-up problema (povezanih sa početkom realizacije projekta), prevelikim kapacitetima (koji kasnije ostaju neiskorišćeni), visokim troškovima ulaska na nova tržišta i slično. Suviše brzi rast može dovesti od snažnog razvoja obima trgovine i prodaje, koji nisu u stanju da prate ostale funkcije, pre svih finansije, proizvodnja, marketing, istraživanje i razvoj. Na taj način kao da dolazi do „prenaprezanja“ tj. nebalansiranog razvoja preduzeća, što neminovno vodi u krizu.

Akvizicije kompanija

Akvizicije su odigrale veoma značajnu ulogu u korporativnim strategijama velikih i srednjih preduzeća u poslednjih tridesetak godina, naročito na području SAD. Akvizicije se preduzimaju sa namerom da se implementiraju strategije rasta kompanija koje su već tržišno i konkurentski značajne, kao i da se omogući diversifikacija poslovanja. Procesi formiranja merdžera i akvizicija (M&A) - mogu doprineti ostvarivanju mnogih ciljeva i doneti niz pozitivnih efekata i koristi preduzeću u relativno kratkom roku. Međutim, ukoliko su loše isplanirane i sprovedene, odluke o njima mogu biti i značajan uzročnik krize. Pri tome, posebno treba imati u vidu tri moguća slučaja:

- Pogrešan izbor ciljeva, vrši se povezivanje sa kompanijom koja ima gubitke i ne donosi zadovoljavajuće stope prinosa, ima slabe konkurentne pozicije na svom tržištu.
- Akvizicija tj. spajanje omogućava da se naprave uštede, izbegnu svi troškovi, koji bi trebalo da se spajanjem smanjuju. Kod kompanija koje imaju lošu konkurentnost i ne stoje dobro na tržištu, često se dešava da se spajanjem sa takvim kompanijama ti troškovi prenose na akvizicionu formu i još više uvećavaju. Tada je plaćena suviše visoka cena, tj. premija za sticanje kontrole.
- Postojanje velikog broja postintegracionih problema koji ne mogu da se razreše.

#### *-Finansijska politika*

Postoji najmanje tri tipa vođenja finansijske politike koja prozrokuje krizu i stvara finansijske i druge poteškoće u funkcionisanju kompanija:

- Politika visokih obaveza – nizak stepen kapitalizacije, u kom slučaju u pasivi bilansa preduzeća prevladavaju pozajmljeni izvori sredstava u odnosu na sopstvene.
- Konačno, loše upravljanje sredstvima može da se ogleda i u pogrešnoj finansijskoj politici. Po definiciji ona bi trebalo da sadrži odgovarajuće stavove, principe prilikom donošenja odluka o upravljanju sredstvima. Greške često mogu nastati usled neadekvatnog finansijskog leveridža (neki autori ovo pre smatraju posledicom, a ne uzrokom krize), koji nekad može biti prenatlažen a ponekad nedovoljan (koji se ogleda u: nedostatku reinvestiranja, visokoj isplati dividendi, previsokoj likvidnosti, niskom

finansijskom leveridžu, itd), kao i neadekvatnom finansijskom izveštavanju, za ovako vođenu finansijsku politiku se često kaže da je “konzervativna”.

- Neadekvatno korišćenje finansijskih sredstava, sa veoma naglašenom “agresivnom” politikom pozajmljivanja koja premašuje mogućnosti i na taj način uvodi u krizno poslovanje.

- Organizacija kompanije koja je veoma konfuzna i inertna

Organizacioni problemi koji posebno dolazi do izražaja kod velikih i diversifikovanih preduzeća, gde ne postoji adekvatna organizaciona struktura, slabo liderstvo, loša komunikacija, nedostatak jasno definisanih ciljeva i strategija, odsustvo internog preduzetništva, kreativnosti i motivisanosti, itd.

Ovakvo stanje često se javlja i u manjim preduzećima, posebno u situaciji kada osnivači nemaju previše motivacije za dalji razvoj kompanije jer su već ostvarili željeno, ne shvatajući da mogu da naprave potpuni ili delimičan „izlaz“ iz posla. Poslovna kriza ne pogađa samo privredna društva. Ona može postojati u bilo kom tipu organizacije. Loše je kada kompanije ne idu ka daljem razvoju, kada zaustavljaju svoje poslovanje na određenom nivou što može u budućnosti stvoriti problem za dalje funkcionisanje, ali isto tako i kada usled tih ličnih ambicija vlasnici ne sagledaju pravilno situaciju i prenapregnu svoje poslovanje. Važno je obezbediti da parcijalni ili lični interesi ne prevladaju nad opštim, to je naročito bitno kod nas u još uvek državnim preduzećima koja se bore sa nasleđenim problemima iz prošlosti i nastojanjima da se očuvaju.

Često se dešava da reči nadvaladaju dela – I da se opipljivi i značajni rezultati ne vrednuju na pravi način. Sve navedeno je praćeno lošim, neodlučnim i nedoslednim menadžmentom.

## **2.2.2 Spoljni uzroci finansijske krize preduzeća**

Isti, autori u svojim radovima govore i o spoljnim uzrocima koji ugrožavaju poslovanje preduzeća i izazivaju krizu u poslovanju, ometajući ih da nastave sa svojim poslovanjem po osnovnim načelima.

- ***Eksterni uzroci:***

*1. Nepovoljna kretanja i promena tražnje*

Eksterni uzrok, koji je jedan od najznačajnijih s'obzirom da može izazvati velike štete i biti izuzetno opasan ukoliko je dugoročan. Za preduzeće je važno da vodi računa o kakvom padu tražnje se radi. Postoje najmanje tri mogućnosti tj. on može biti:

- Sekularni pad - kao rezultat dugoročnog trenda, usled: tehnoloških, kulturnih, socioloških promena promena, kao i promena političkih normi, demografskih kretanja i slično.
- Ciklični pad - koji zavisi od kretanja privrednih ciklusa i koji je posebno izražen u doba krize, što je situacija ne samo u našoj zemlji, već regionu i EU u poslednjih par godina, počev od 2008. godine i izbijanja globalne ekonomske krize, njenog prvog talasa kao i drugog 2012.

Krajem XX veka pokrenut je veliki talas globalizacije na "krilima" tzv. Treće tehnološke revolucije i neoliberalne ideologije. Kao fenomen ovaj talas se širio najviše putem transnacionalnih korporacija, banka i drugih aktera, čija ekonomska moć je premašivala moć pojedinih malih i srednjih zemalja. Vršeci pritisak u pravcu sve liberalnije svetske trgovine i uklanjanja barijera njihovom poslovanju. Globalizaciju su njeni najverniji pobornici videli kao odgovor na promenu međunarodnog poretka ne samo ekonomskog nego i političkog. Ona je 80-tih godina XX veka sticala sve više pristalica koji su verovali da tržišta mogu biti učinjena perfektnim ukoliko države prestanu da se mešaju u njih. Po shvatanju neoliberala slobodna trgovina podstiče privredni rast, privredni rast smanjuje siromaštvo i socijalne razlike.

Globalizacija je svakako podstakla razvojne procese naročito u tzv. trećem svetu, pre svega novoindustrijalizovanje zemlje (Južna Koreja, Tajvan, Hong Kong, Singapur) su zahvaljujući razvoju telekomunikacija, saobraćaja, trgovine izvedene na svetsku scenu.

Pored uspeha koji je imao na ekonomskom planu, princip leseferizma počeo je da doživljava krizu. Deregulacijom i delokalizacijom privrede, regulatorna uloga je prepuštena tržištu i njegovim zakonitostima.

U radu se upravo želi ukazati da je u takvom poslovnom okruženju za kompanije izuzetno bilo privlačno sticanje velikih dobiti, što je izazvalo zloupotrebe i incidente. Poznati slučajevi finansijskih skandala sa početka 2000. godine usloveli su da razna regulatorna tela ulože napore na donošenju zakona, kodeksa, propisa i prihvatljivih poslovnih praksi. Na taj način naglasak se stavlja na pojačanu kontrolu.

Prvi znaci ekonomske krize pojavljuju se polovinom 2007. godine u SAD – u, u sektoru nekretnina. Lavina se pokrenula sa hipotekarnog tržišta, emitovanjem drugorazrednih kredita, došlo je do ekspanzije na tržištu nekretnina. Tržište nekretnina SAD-a doživljavalo je ekspanziju zahvaljujući niskim kamatnim stopama i blagim kriterijumima zaduživanja. Usled priliva velike količine jeftinog novca iz inostranstva banke su plasirale slobodna novčana sredstva u želji za ostvarenjem što većeg profita. U relativno stabilnom makrookruženju sa niskim kamatnim stopama, stepenom likvidnosti i niskim stepenom tržišnih oscilacija, nebanakarske institucije u SAD počele su da potcenjuju rizike.

Sve to je dovelo do degradacije sistema upravljanja rizicima i do velikog broja nedostataka u funkcionisanju finansijskog sektora. Plasiranjem velikih iznosa sredstava sa ciljem povećanja prihoda oslabljeni su kriterijumi za dodelu kredita. Problem je nastao onoga trenutka kada velik broj poverilaca nije mogao da otplaćuje kredit. Uz veliki broj hipoteka na strani ponude i stagniranja tržišta, došlo je do pada cena nekretnina, što je dovelo do nemogućnosti vraćanja uložениh sredstava i velikih gubitaka finansijskog sektora.

Ovde se želi ukazati na početak krize i na njene glavne uzročnike, koji su doveli da se iz sfere finansijskog sektora kriza prenese na realni sektor i učini je kompletnom. Prvi talas krize ispoljio se u drugoj polovini 2007. i prvoj polovini 2008. i vrlo brzo se sa područja SAD proširio i na područje EU. Negativni efekti globalne finansijsko-ekonomske krize snažno su se manifestovali u drugom talasu 2008. i 2009. U svim zemljama sveta, tada je došlo do globalne recesije koja po razmerama prevazilazi recesije svetske privrede iz 1975, 1982, 1987 i 2001. podseća na najveću svetsku ekonomsku krizu iz 1929- 1933. Analiza geneze i karakteristika svetske krize potencira značaj procesa ekonomsko-finansijske stabilizacije. Sve ove okolnosti i obeležja koja se dinamički menjaju iz dana u dan čine novo poslovno okruženje.

- Sezonski – koji je najlakše predvidiv pošto je pod uticajem sezonskih oscilacija. Pri analizi ove grupe uzroka izbijanja krize,

preduzeće mora da vodi računa i o drugim faktorima koji utiču na promene tražnje, kao što su: tehnološke inovacije, promene ukusa, navika, mode, pojava supstituta, itd.

## 2. Neadekvatne mere ekonomske politike

Kao što već napred pomenuta liberalizacija, deregulacija ili prevelika regulacija u pojedinim privrednim oblastima, privatizacija, naročito neuspešna, koja je karakteristična za deo domaćih preduzeća, pre svega državnih u proteklom period, gde imamo mnogo primera gde je privatizacija raskinuta i preduzeća ponovno vraćena u portfolio tadašnje Agencije za privatizaciju. Zatim pogrešna kreditno-monetarna ili fiskalna politika, itd. Ova grupa faktora posebno može da pogodi privredne subjekte u određenim privrednim granama koji su „žrtve“ pogrešnih mera.

## 3. Jaka konkurencija

Objektivan faktor eksterne prirode koji zavisi od strukture ponude proizvoda i usluga na tržištu, ali i politike cena i drugih instrumenata marketing miksa. Usled delovanja ovog faktora može se desiti da čak na izgled jaka i zdrava preduzeća zapadnu u krizu. Ukoliko simptomi ukazuju da je uzrok krize u konkurenciji, potrebne su strategijske odluke i promene na mnogim područjima delovanja.

## 4. Nepovoljna kretanja cena

Posebno izraženo kod cena inputa, koji direktno utiču na visinu troškova, tzv. direktnih troškova koji su u proporciji sa obimom proizvodnje. Može biti vezano i za cene finalnih proizvoda, gde usled pojačane konkurencije dolazi do pada, što utiče na prihode. Promene, proizvodnih i prodajnih cena imaju implikacije na finansijske performanse. Pored pomenutih nepovoljna kretanja cena mogu biti izazvana promenama deviznog kursa, kamatnih stopa, merama ekonomske politike i slično.

Nabrojani faktori kako interni tako i eksterni ne čine konačnu listu mogućih uzroka krize. Nije mali broj autora koji ističu da pored mnogih navedenih mogu postojati i drugi uzroci izbijanja krize. Uzroci mogu delovati pojedinačno ili združeno, odnosno biti u sintetičkom i analitičkom obliku. Poseban problem je kada se više njih prepliću i međusobno utiču jedni na druge. Na taj način se značajno otežava mogućnost njihovog preciznog otkrivanja. Za menadžere i vlasnike je uvek bitno da imaju na umu da kriza



nikada ne nastaje usled dejstva samo jednog faktora, pa se u njihovom otkrivanju sugerišu sistemski, interdisciplinarni i kontingentni pristup. Takođe, određenim analitičkim metodama i modelima moguće je relativno na vreme utvrditi tj. predvideti nastupanje krize u poslovanju kompanija.



### **3. TEORIJSKO - METODOLOŠKI OKVIR ZA IDENTIFIKOVANJE FINANSIJSKIH NEPRILIKA KOJE UGROŽAVAJU STALNOST POSLOVANJA PREDUZEĆA**

Analizu poslovanja preduzeća čine u osnovi analiza osnovnih funkcija preduzeća (nabavka, proizvodnja, prodaja, finansijska funkcija itd.) i računovodstvena, odnosno finansijska analiza, koja je zasnovana na računovodstvenim ili finansijskim izveštajima. U literaturi finansijska analiza se definiše na različite načine, ali se u osnovi svake od definicija nalazi utvrđivanje određenih međuzavisnosti pojedinih bilansnih pozicija, tako da se najkraće može reći da je finansijska analiza „sredstvo kontrole upravljanja finansijama radne organizacije” (preduzeća), kako je to navedeno u *Leksikonu računovodstva i poslovnih finansija*<sup>33</sup>.

Finansijska analiza zasniva se na (godišnjim) finansijskim izveštajima preduzeća, i pretpostavlja ispunjenje svih uslova neophodnih za njihovu ažurnost, tačnost, itd., bez kojih i samo računovodstveno izveštavanje gubi svoj smisao i svrhu. Kao osnovni cilj finansijskog izveštavanja ističe se obezbeđenje informacija koje su korisne za sadašnje i potencijalne akcionare, kreditore i druge korisnike u procesu donošenja odluka<sup>34</sup>. U tom smislu finansijska analiza s jedne strane objašnjava proteklo poslovanje preduzeća, dok s druge strane predstavlja informacionu osnovu za sačinjavanje projektovanih računovodstvenih izveštaja<sup>35</sup>, i time osnov za donošenje odgovarajućih odluka.

Finansijska analiza je razgranat i složeni deo nauke o finansijama preduzeća. Ona obuhvata analizu finansijskog rezultata i analizu finansijskog položaja, a sačinjava je nekoliko manje ili više osamostaljenih celina i instrumenata:<sup>36</sup>

- opšta finansijska analiza (vertikalna, horizontalna i grafička analiza osnovnih finansijskih izveštaja)
- analiza finansijskih pokazatelja (racio analiza),

---

<sup>33</sup> *Leksikon računovodstva i poslovnih finansija*, 2. izd., Beograd, 1983, str. 232.

<sup>34</sup> Navedeno prema: Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V., (2010) *Upravljačko računovodstvo*, Beograd, str. 70.

<sup>35</sup> Cvetković, N., i Pavlović, V., (2005) *Uvod u analizu poslovanja*, Beograd, str. 136.

<sup>36</sup> Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V., (2010) *Upravljačko računovodstvo*, Beograd, str. 95-109

- analiza neto obrtnog kapitala,
- analiza profitabilnosti (rentabilnosti),
- analiza novčanih tokova.

Analiza finansijskog rezultata predstavlja ispitivanje i ocenu: strukture i kretanja ukupnog i poslovnog prihoda i finansijskog rezultata (dobitka, profita), analizu rizika ostvarivanja poslovnog, finansijskog i ukupnog rezultata i donje tačke rentabilnosti, analizu rentabilnosti i analizu mogućnosti izlaska iz zone gubitka.<sup>37</sup> Osnov za analizu finansijskog rezultata čini bilans uspeha (račun dobitka i gubitka) preduzeća.

Analiza finansijskog položaja preduzeća je kompleksnija. Prema J. Rodiću, ona obuhvata analizu: kratkoročne finansijske ravnoteže, zaduženosti, održavanja realne vrednosti sopstvenog kapitala i analizu reproduktivne sposobnosti.<sup>38</sup> Dok je finansijski rezultat preduzeća podložan čestim i značajnijim promenama, pri tome u kraćim intervalima, finansijski položaj odlikuje značajno veća stabilnost. Finansijski položaj preduzeća primarno determiniše njegove mogućnosti finansiranja. Često se u teoriji i praksi umesto termina finansijski položaj koriste termini finansijska pozicija ili finansijska situacija preduzeća.<sup>39</sup> Finansijska situacija je uži pojam od finansijskog položaja i njime se uglavnom označava novčano stanje preduzeća.

U osnovi, analiza finansijskog položaja preduzeća zasniva se na bilansu stanja. Finansijski položaj preduzeća izražava se obimom i strukturom aktive (sredstava) i pasive (kapitala), kao i njihovim međuodnosima – koji se, dakle, iskazuju u bilansu stanja preduzeća. Pored toga, za izučavanje finansijskog položaja preduzeća koriste se i pokazatelji zasnovani na veličinama prikazanim u bilansu tokova gotovine, što predstavlja noviji pristup u sagledavanju i analizi finansijskih performansi privrednih subjekata.

Finansijska politika, kao deo ukupne poslovne politike preduzeća, koju vodi finansijski menadžment preduzeća, predstavlja osnovu upravljanja finansijama preduzeća. Ona kreira strategiju i taktiku finansijskog

---

<sup>37</sup> Cvetković.N., (2005) *Uvod u analizu poslovanja*, Megatrend Univerzitet primenjenih nauka, Beograd, str.136

<sup>38</sup> Rodić,J., (1991) *Poslovne finansije*, Ekonomika, Beograd str. 331

<sup>39</sup> Vidaković,S., (1999) tako koristi termine finansijska situacija i finansijski položaj kao sinonime, Videti Vidaković,S., (1999) *Analiza poslovanja preduzeća* ,Beograd

upravljanja na bazi načela i pravila finansiranja, kako bi se sa poslovno-finansijskog aspekta obezbedili: stalnost, rast i razvoj društva i maksimalno iskoristili pozitivni konjunktorni trendovi na finansijskom tržištu.

Opstanak, rast i razvoj društva, a samim tim i mogućnost finansiranja društva, određeni su pre svega finansijskim ugledom koje ono uživa, kao i njegovim finansijskim položajem.

Finansijski ugled preduzeća i njegov finansijski položaj su međusobno uslovljeni i tesno povezani. Bez dobrog finansijskog položaja, svakako da nema dobrog finansijskog ugleda preduzeća. Od finansijskog ugleda, ili šire rečeno njegovog boniteta, zavisiće mogućnost akcionarskog društva da pribavi izvore finansiranja za svoju tekuću i razvojnu aktivnost.

### **3.1. Tradicionalni model ocene prinostnog, imovinskog i finansijskog položaja**

#### *Utvrđivanje finansijskog položaja preduzeća<sup>40</sup>*

Ocena finansijskog položaja preduzeća zasniva se na analizi finansijske ravnoteže, analizi pasive sa aspekta vlasništva tj. analizi zaduženosti, analizi mogućnosti održavanja realne vrednosti sopstvenog kapitala u uslovima inflacije i analizi reproduktivne sposobnosti.

Finansijski položaj preduzeća uslovljavaju brojni eksterni i interni činioci čije dejstvo međusobno može biti kontradiktorno, što dodatno otežava konačno sagledavanje njegovog finansijskog položaja. Faktori koji potiču iz okruženja privrednih subjekata predstavljaju objektivne determinante finansijskog položaja i na njih preduzeća nemaju uticaja, osim možda donekle u posrednom smislu (na primer, posrednim uticajima na mere ekonomske politike), odnosno u smislu neutralisanja njihovih negativnih efekata, stvaranjem odgovarajućih rezervi, na primer. Kao najznačajniji faktori koji utiču na finansijski položaj preduzeća često se ističu: bonitet inicijalne finansijske konstitucije preduzeća, poslovna aktivnost preduzeća, brzina obrta sredstava, konjunktura, privredni sistem i mere ekonomske politike, inflatorna kretanja i sl.<sup>41</sup>

---

<sup>40</sup> Snežana, C., (2018) *Rast kompanije uzrok i/ili posledica korporativnog restrukturiranja*, Računovodstvo, Časopis za računovodstvo, reviziju i poslovne finansije, Izdavač; Računovodstvo doo Beograd, suizdavač; Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd

<sup>41</sup> Vidaković, S., (1999) *Analiza poslovanja preduzeća*, Beograd, str. 18. i dalje.

U određivanju finansijskog položaja preduzeća znatno su važniji, i od pretežnog uticaja, interni faktori. Poboljšanje finansijskog položaja preduzeća, kao osnovni cilj finansijskog menadžmenta preduzeća, zasniva se u prvom redu upravo na ovladavanju i kontroli ovih, internih (subjektivnih) faktora.

Svaki od brojnih pokazatelja koji se koriste za izražavanje finansijskog položaja preduzeća predstavljen je određenom brojčanom vrednošću. Međutim, bez obzira na analitički potencijal koji u sebi kriju, izračunate vrednosti odgovarajućih pokazatelja same za sebe ne govore mnogo, one nisu dovoljno informativne. Njihove analitičke vrednosti doći će do pravog izražaja, tek upoređivanjem s odgovarajućim reperima (standardima). Pri tome, razlikuje se vremensko i prostorno upoređivanje finansijskog položaja preduzeća. Vremensko upoređivanje omogućava sagledavanje dinamike u okviru samog preduzeća, to jest sagledavanje kretanja ili razvoja finansijskog položaja preduzeća. Odgovarajući pokazatelji porede se, dakle, s vrednostima tih pokazatelja u prethodnoj, ili više prethodnih godina. Takođe, u okviru preduzeća od značaja može biti i upoređivanje vrednosti pokazatelja s planiranim vrednostima, naravno uz uslov da preduzeće praktikuje takvo planiranje.

Prostorno upoređivanje omogućava upoređivanje finansijskog položaja preduzeća u odnosu na finansijski položaj konkurencije, što pruža solidnu osnovu za zaključivanje o izgledima preduzeća za opstanak, rast i razvoj. Pri prostornom upoređivanju finansijskog položaja preduzeća treba voditi računa o izboru reprezentata ili grupe preduzeća sa kojima se vrši upoređivanje, da bi se izbegla opasnost pogrešnog zaključivanja. Najzad, u okvirima upoređivanja pokazatelja finansijskog položaja preduzeća od značaja su i određene, empirijski verifikovane, vrednosti ovih pokazatelja (standardi, ili norme).

Finansijski položaj preduzeća, posmatran sa aspekta predmetnih analiza može se kvalifikovati kao: dobar, prihvatljiv i loš.

Dobar je finansijski položaj preduzeća, ako njegova finansijska ravnoteža obezbeđuje likvidnost na dugi rok, ako je njegova finansijska struktura takva da obezbeđuje nezavisnost društva u vođenju vlastite poslovne politike i istovremeno pruža sigurnost poveriocima i ako društvo može obezbediti finansiranje dela proširene reprodukcije iz sopstvenih izvora finansiranja.

Loš finansijski položaj preduzeća proističe iz narušene finansijske ravnoteže koja ne obezbeđuje održavanje likvidnosti na dugi rok, loše finansijske strukture i nemogućnosti da društvo finansira prostu reprodukciju iz vlastitih izvora finansiranja, i kada je stepen zaduženosti preduzeća toliki da preduzeće nije u mogućnosti da vodi nezavisnu poslovnu politiku.

Prihvatljiv je onaj finansijski položaj preduzeća u kom postoji ekvilibrijum ili apsolutna jednakost između dugoročno vezanih sredstava i kvalitetnih izvora (sopstveni kapital uvećan za dugoročni dug), čime se samo obezbeđuje likvidnost ali se ne garantuje i sigurnost jer nedostaje likvidna rezerva. Finansijska struktura kod preduzeća, čiji se položaj kvalifikuje kao prihvatljiv, obezbeđuje mu relativnu nezavisnost, ali ne optimizira rentabilnost sopstvenih ulaganja. Na kraju prihvatljiv finansijski položaj imaju ona društva koja su u stanju da iz vlastitih izvora finansiraju samo prostu reprodukciju.

Analiza finansijskog položaja preduzeća predstavlja sastavni deo finansijske analize koja osim ovog segmenta uključuje:

- analizu prinostnog položaja
- analizu imovinskog položaja

Ova tri segmenta finansijske analize se međusobno prožimaju i dopunjuju, tako da se ocena boniteta preduzeća ne može utvrditi bez prethodno provedenih analiza.

### **3.1.1. Analiza finansijske ravnoteže**

Analiza finansijske ravnoteže je najvažnija karika u analizi finansijskog položaja preduzeća. Ona je direktno povezana sa načelom stabilnosti finansijske politike, a kroz postojanje ili nepostojanje finansijske ravnoteže ceni se kvalitet finansijskog upravljanja, posebno u domenu usklađivanja rokova između raspoloživosti izvora finansiranja i rokova vezivanja ili imobilizacije sredstava društva. U tom smislu, analiza finansijske ravnoteže oslanja se na horizontalna pravila finansiranja, koja se bave odnosima između imovine i kapitala.<sup>42</sup>

Kaže se da je preduzeće ostvarilo finansijsku ravnotežu, ako su njegova sredstva po obimu i rokovima vezivanja (neunovčivosti) jednaka obimu i

---

<sup>42</sup> Bukvić, R., (2009) Analiza poslovanja preduzeća, Megatrend Univerzitet, Beograd, str. 72–83.

vremenu raspoloživosti izvora finansiranja. S obzirom da se kod analize finansijske ravnoteže preduzeća posmatra jednakost sredstava i izvora finansiranja, sasvim je jasno da je bilans stanja privrednog društva osnovni dokument ove analize.

Da bi se napravila kvalitetna analiza finansijske ravnoteže preduzeća, međutim, nije dovoljno imati samo poslednji bilans stanja, već je u cilju sagledavanja dinamike ili razvoja ove pojave, potrebno obezbediti vezane bilansne izveštaje više godina, odnosno za najmanje tri protekla perioda. Na taj način je moguće izvršiti vremensko poređenje i ustanoviti da li je finansijski položaj preduzeća u tom periodu poboljšan ili ne. Takođe je potrebno pribaviti i informacije o sličnim preduzećima koja reprezentuju datu privrednu granu, kako bi se napravilo prostorno poređenje.

Svaki imovinski oblik preduzeća, iskazan u aktivni bilansa stanja ima svoje vreme vezanosti ili imobilizacije. Vreme imobilizacije sredstva predstavlja period, koji treba da protekne, da bi se ovaj imovinski dio transformisao u likvidnu imovinu – novac. Svaki imovinski oblik ima različit stepen likvidnosti. Likvidnost sredstava determinisana je:

- periodom za koji će imovina biti transformisana u novac,
- brojem faza kroz koje treba da prođe sredstvo da bi se transformisalo u novac i
- stepenom rizika da će ta imovina biti transformisana u likvidnu imovinu.

Sa aspekta rokova vezivanja, sredstva (imovina) preduzeća se mogu posmatrati:

- Trajno vezana sredstva. Trajno vezana sredstva preduzeća predstavljaju: zemljište, trajni ulogi u druga preduzeća (akcije i udeli), neka nematerijalna ulaganja i trajna obrtna sredstva.
- Dugoročno vezana sredstva. Dugoročno vezana sredstva preduzeća su: osnovna sredstva i dugoročni finansijski plasmani.
- Kratkoročno vezana sredstva.

Izvori finansiranja preduzeća sa aspekta rokova raspoloživosti mogu se podeliti na:

- Trajne izvore finansiranja (sopstveni kapital i rezerve);



- Dugoročne izvore, u koje spadaju dugoročne obaveze i dugoročna rezervisanja;
- Kratkoročne izvore.

Trajno raspoloživi izvori i dugoročni dugovi se često nazivaju kvalitetni izvori finansiranja.

Pošto vreme vezivanja nije isto za sva sredstva niti su rokovi raspoloživosti izvora jednaki za sve izvore, proizilazi da u bilansu stanja postoji niz jednačina koje bi mogle iskazivati finansijsku ravnotežu. Uspostavljanje takvih, brojnih, jednačina i odnosa bilo bi, međutim, neracionalno, i u krajnjem nepotrebno. Umesto toga, finansijska ravnoteža akcionarskog društva u praksi se utvrđuje kroz postavljanje dve osnovne jednakosti:

- Dugoročna finansijska ravnoteža, koja ispituje odnos između dugoročno vezanih sredstava i trajnih i dugoročnih obaveza, i
- Kratkoročna finansijska ravnoteža, koja ispituje odnos između kratkoročno vezanih sredstava i dospelih, odnosno obaveza koje dospevaju u kratkom roku.

Pomenute dve jednačine proizilaze iz osnovnih načela i pravila finansiranja na kojima se i zasniva finansijska politika akcionarskog društva.

Bilans stanja preduzeća mora biti prilagođen analizi finansijske ravnoteže. To znači da na strani aktive moraju biti sredstva razgraničena po rokovima imobilizacije u dve grupe

- likvidna i kratkoročno imobilisana sredstva i
- dugoročno vezana sredstva (uključujući i trajno vezana sredstva).

Na strani pasive izvori finansiranja, takođe, treba da budu razgraničeni po rokovima raspoloživosti:

- kratkoročni izvori finansiranja i
- sopstveni i dugoročni izvori finansiranja.

Za potrebe analize dugoročne finansijske ravnoteže preduzeća bilansne pozicije u aktivi se grupišu po principu rastuće likvidnosti, a u pasivi po principu opadajuće likvidnosti.

Dugoročna finansijska ravnoteža preduzeća postoji ako su dugoročno vezana sredstva u potpunosti jednaka kvalitetnim izvorima finansiranja (sopstveni kapital i dugoročni dug). Ako su dugoročno vezana sredstva

manja od kvalitetnih izvora finansiranja, tada je u oblasti dugoročnog finansiranja preduzeća stvorena sigurnost za održavanje likvidnosti na dugi rok. Ukoliko se u takvim uslovima obezbedi jednakost između rokova unovčivosti kratkoročno vezanih sredstava i rokova raspoloživosti kratkoročnih izvora finansiranja, tada bi ova razlika između kvalitetnih izvora i dugoročno vezanih sredstava predstavljala likvidnu rezervu koja bi omogućila permanentnu likvidnost društva. Ukoliko su, pak, dugoročno vezana sredstva preduzeća veća od kvalitetnih izvora, tada je deo dugoročno vezanih sredstava finansiran iz kratkoročnih izvora. Ovakvo stanje ugrožava tekuću i buduću likvidnost privrednog društva.

Narušena dugoročna finansijska ravnoteža, pomerenka ka dugoročno vezanim sredstvima, ne znači istovremeno da će društvo biti nelikvidno. Ukoliko je menadžment u stanju da obezbedi veće rokove raspoloživosti kratkoročnih izvora nego što su rokovi mobilizacije kratkoročno vezanih sredstava, tada će biti održana likvidnost društva. No, ovdje se radi samo o održavanju likvidnosti na kratak rok, što znači da je u ovakvim uslovima nemoguće obezbediti permanentnu likvidnost, odnosno likvidnost na dugi rok bez redizajniranja strukture sredstava ili izvora društva.

Jednačina dugoročne finansijske ravnoteže preduzeća direktno korespondira s načelom finansijske stabilnosti i odgovara zlatnom bilansnom pravilu u širem smislu. Načelo finansijske stabilnosti nalaže da odnos dugoročno vezanih sredstava i kvalitetnih izvora mora biti manji ili jednak jedinici. Ovaj odnos naziva se koeficijent finansijske stabilnosti. Zlatno bilansno pravilo u širem smislu takođe zahtijeva da dugoročno vezana sredstva budu jednaka trajnim i dugoročnim izvorima.<sup>43</sup>

Dugoročna finansijska ravnoteža preduzeća može se utvrditi na dva načina:

1. Utvrđivanjem koeficijenta dugoročne finansijske ravnoteže, i
2. Na osnovu analize neto obrtnog fonda.

1. *Analiza dugoročne ravnoteže na bazi koeficijenta dugoročne finansijske ravnoteže.* Ova analiza zasniva se na utvrđivanju koeficijenta dugoročne ravnoteže koji se dobija stavljanjem u odnos kvalitetnih izvora i dugoročno vezanih sredstava.

---

<sup>43</sup> U literaturi je sporna pozicija i tretman dela obrtnih sredstava koja je potrebno finansirati iz dugoročnih izvora. Videti, na primer: Pavlović, V., (2007) *Analiza poslovanja*, Megatrend Univerzitet, Beograd, str. 164.

$$KDFR = \frac{KLIF}{DVS}$$

gde je:

KDFR – koeficijent dugoročne finansijske ravnoteže,

KLIF – kvalitetni izvori finansiranja

DVS – dugoročno vezana sredstva.

Ukoliko je ovaj koeficijent jednak jedinici tada je uspostavljena finansijska ravnoteža. Ako je koeficijent dugoročne ravnoteže veći od jedan, tada je društvo stvorilo uslove za održavanje permanentne likvidnosti. U tom slučaju kvalitetni izvori su veći od dugoročno vezanih sredstava čime je omogućeno stvaranje likvidne rezerve u novčanom obliku. Ta likvidna rezerva daje sigurnost društvu za održavanje buduće likvidnosti.

2. *Analiza dugoročne ravnoteže preduzeća na bazi neto obrtnog fonda.* Ova analiza se sprovodi stavljanjem u odnos neto obrtnog fonda<sup>44</sup> i stalnih zaliha (trajnih obrtnih sredstava) preduzeća. Ako je stepen pokrića stalnih zaliha 100% (odnos jednak 1), tada je uspostavljena ravnoteža u oblasti dugoročnog finansiranja akcionarskog društva. Ako je stepen pokrića stalnih zaliha neto obrtnim fondom manji od 100% tada ne postoje realni uslovi za održavanje permanentne likvidnosti.

Neto obrtni fond je deo kvalitetnih izvora finansiranja kojima su finansirana obrtna sredstva, ili to je onaj deo obrtnih sredstava koja su finansirana trajnim i dugoročnim izvorima finansiranja. Iz same definicije može se zaključiti da postoje dva načina utvrđivanja neto obrtnog fonda/neto obrtnih sredstava.

Neto obrtni kapital, NOK (ili neto obrtni fond, NOF, kako se često može sresti u literaturi) značajna je finansijska kategorija za potrebe finansijske analize i finansijskog upravljanja. Neto obrtni kapital predstavlja deo sopstvenog i dugoročnog pozajmljenog kapitala (dugoročnih rezervisanja i pravih obaveza preduzeća) kojima je finansirana obrtna imovina. Kako su sopstveni i dugoročni pozajmljeni kapital, kao kvalitetni izvori finansiranja, prvenstveno namenjeni za pokriće ulaganja u stalnu imovinu preduzeća, pod neto obrtnim kapitalom (ili fondom) može se smatrati iznos sopstvenog i dugoročnog pozajmljenog kapitala koji preteče iznad vrednosti stalne imovine privrednog subjekta. Pošto je izvor sredstava (pasiva, odnosno

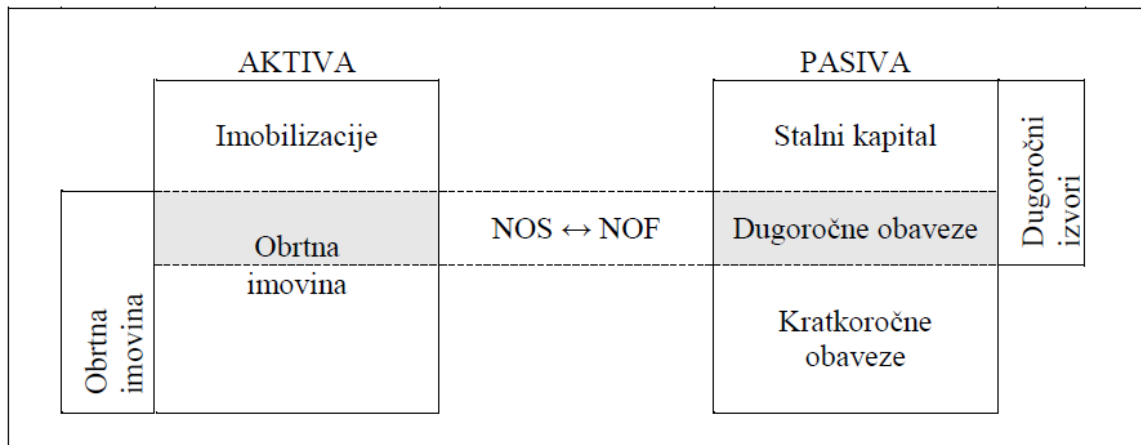
---

<sup>44</sup> Umesto termina neto obrtni fond u literaturi se kao njegovi sinonimi sreću: stalni obrtni fond, obrtni fond i neto obrtna sredstva.

kapital preduzeća), neto obrtni kapital u bilansnom smislu pripada pasivi, dok mu u aktivi odgovara koncept neto obrtne imovine (NOI), ili neto obrtnih sredstava (NOS). Neto obrtna imovina je deo obrtne imovine koji nije finansiran iz kratkoročnih obaveza, dakle finansiran je iz sopstvenog i pozajmljenog dugoročnog kapitala, odnosno to je deo obrtne imovine koji se pokriva neto obrtnim kapitalom. Naravno, između neto obrtnog kapitala i neto obrtne imovine mora da postoji kvantitativna jednakost, to je jedan od osnovnih bilansnih identiteta. Kada su imobilizacije jednake dugoročnim izvorima, odnosno kada su obrtna sredstva jednaka kratkoročnim obavezama, neto obrtni kapital će biti jednak nuli.

Neto obrtni kapital sastoji se iz (dela) sopstvenog kapitala koji prečiće preko (bilansne) vrednosti stalne imovine i dugoročnog tuđeg kapitala (dugoročna rezervisanja i dugoročne obaveze). U nepoželjnijem slučaju, neto obrtni kapital se sastoji samo iz (dela) dugoročnog tuđeg kapitala (dugoročna rezervisanja i dugoročne obaveze). Naravno, i to je dopustivo, kada je reč o strukturi izvora finansiranja preduzeća i pokriću stalne imovine delom iz dugoročnih obaveza.

Obračun neto obrtnog kapitala možemo prikazati šematski, na sledeći način (Slika 3).



Slika 3. Neto obrtni fond (neto obrtni kapital)

Neto obrtni fond pokazuje pokrivenost dugoročnih sredstava dugoročnim izvorima, i na taj način daje uvid u dugoročnu likvidnost, odnosno solventnost preduzeća. S obzirom da nema nekog opšteg pravila o visini neto obrtnog kapitala koje bi važilo za sva preduzeća i za sve prilike, donošenje zaključaka o finansijskom položaju preduzeća na osnovu neto obrtnog kapitala pretpostavlja poznavanje njegovog kvalitativnog i

kvantitativnog aspekta. Nakon utvrđivanja neto obrtnog kapitala, treba identifikovati tendencije u njegovom kretanju (u odnosu na jednu ili veći broj prethodnih godina), a zatim uzroke njegovog rasta ili pada.

Ako ovaj pojam posmatramo sa strane aktive bilansa stanja društva tada koristimo termin neto obrtna sredstva.

**Neto obrtna sredstva = Obrtna sredstva – kratkoročne obaveze**

Ako se ova kategorija posmatra s pasivne strane bilansa stanja koristi se termin neto obrtni fond.

**Neto obrtni fond = (kvalitetni izvori) – (osnovna sredstva + dugoročni plasmani + gubitak)**

U literaturi se, mada veoma retko, sreću termini sopstveni i tuđi obrtni fond. Sopstveni obrtni fond je deo kapitala i rezervi preduzeća sa kojima su finansirana obrtna sredstva. Da bi se on odredio poterbno je znati koji iznos dugoročnog duga je iskorišćen za finansiranje dugoročno vezanih sredstava, a koliko njih otpada na finansiranje obrtnih sredstava. Kada se to zna, sopstveni obrtni fond je jednak razlici između sopstvenog kapitala društva i zbira osnovnih sredstava, dugoročnih plasmana i gubitka umanjenog za dugoročne obaveze koje su pribavljene za njihovo finansiranje. Međutim, u praksi je ovakvo razgraničavanje obrtnog fonda često komplikovano i gotovo nemoguće, pa se najčešće i ne primjenjuje u analizi ravnoteže preduzeća.

Trajna obrtna sredstva predstavljaju deo obrtnih sredstava – zaliha, koja su trajno vezana u cilju održavanja kontinuiteta poslovnog procesa. Naime, da bi se obezbedio kontinuitet poslovanja preduzeća, potrebno ja da ono u svakom trenutku poseduje određenu količinu zaliha: sirovina i materijala, poluproizvoda i gotovih proizvoda.<sup>45</sup> Trajna obrtna sredstva se u literaturi često nazivaju i stalne zalihe. Po svom karakteru s aspekta vremenskog perioda imobilizacije spadaju u trajno vezana sredstva preduzeća.

---

<sup>45</sup> Ako se, na primer, preduzeće bavi proizvodnjom deterdženta i koristi veleprodajne kanale distribucije, ukoliko ne poseduje uvek određeni kvantum zaliha gotovih proizvoda, s kojima može snabdeti potrošača i odgovoriti na potražnju, potrošač će se okrenuti prema proizvodu nekog drugog proizvođača, tj supstitutu ili komplementarnom proizvodu. Na taj način preduzeće rizikuje gubitak lojalnosti svojih potrošača. Sličnu situaciju imamo i sa zalihama sirovina i materijala.

Bilansiranje trajnih obrtnih sredstava preduzeća je veoma složen problem. Koji je to kvantum zaliha s kojim preduzeće mora raspolagati u svakom trenutku veoma je teško odrediti. Postoji više načina bilansiranja stalnih zaliha. Najčešće se stalne zalihe bilansiraju kao prosečne zalihe u toku poslovne godine ili kao minimalne zalihe kojima je društvo raspolagalo u periodu normalne poslovne aktivnosti. Da bi se istakao značaj i važnost ovih zaliha često se koristi i termin gvozdene zalihe.

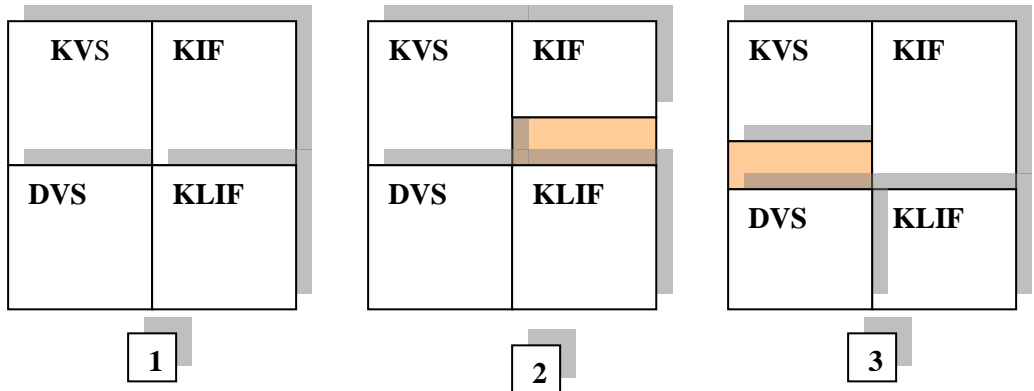
Ocena kratkoročne finansijske ravnoteže vrši se upoređivanjem obrtnih sredstava bez stalnih zaliha na strani aktive i kratkoročnih izvora na strani pasive bilansa stanja, odnosno stavljanjem u odnos likvidnih i kratkoročnih sredstava s jedne strane i kratkoročnih obaveza s druge strane. Ovaj pokazatelj (racio) poznatiji u teoriji kao rigorozni racio likvidnosti (acid ratio). Kratkoročna finansijska ravnoteža postoji ako je rigorozni racio likvidnosti jednak jedinici.

Za ocenu kratkoročne finansijske ravnoteže potrebno je bilansne pozicije u aktivu grupisati po principu opadajuće likvidnosti, a pozicije u pasivi po principu rastuće dospelosti.

Praksa finansijskog upravljanja u preduzeću pokazala je da kontrola kratkoročne finansijske ravnoteže predstavlja kontrolu tekuće i likvidnosti na rok, dok kontrola dugoročne ravnoteže predstavlja kontrolu uslova za održavanje likvidnosti.

Kratkoročna i dugoročna ravnoteža su međusobno uslovljene. To znači da ukoliko bilans stanja akcionarskog društva pokazuje kratkoročnu ravnotežu, tada sigurno postoji i dugoročna finansijska ravnoteža i obrnuto.

Međusobna uslovljenost dugoročne i kratkoročne ravnoteže može se prikazati kao na slici 4:



Slika 4. Uslovljenost dugoročne i kratkoročne finansijske ravnoteže

Slika 4. pokazuje tri moguće situacije vezane za odnos kratkoročne i dugoročne finansijske ravnoteže preduzeća.

#### Prvi slučaj

Postojanje finansijske ravnoteže i u oblasti kratkoročnog i u oblasti dugoročnog finansiranja. Naime, ako su kratkoročno vezana sredstava (KVS) jednaka kratkoročnim izvorima finansiranja (KIF), tada su i dugoročno vezana sredstva (DVS) jednaka kvalitetnim izvorima finansiranja (KLIF). Dakle postojanje jedne ravnoteže znači istovremeno i postojanje druge.

#### Drugi slučaj

Kvalitetni izvori finansiranja su veći od dugoročno vezanih sredstava pa su automatski kratkoročni izvori finansiranja manji od likvidnih i kratkoročno vezanih sredstava. Ova razlika između kvalitetnih izvora finansiranja i dugoročno vezanih sredstava (prikazana obojenim delom slike) upotrebljena je za finansiranje kratkoročno vezanih sredstava što daje sigurnost održavanju permanentne likvidnosti.

#### Treći slučaj

Dugoročno vezana sredstva društva veća su od kvalitetnih izvora finansiranja, pa su kratkoročni izvori finansiranja veći od likvidnih i kratkoročno vezanih sredstava. Razlika između DVS i KLIF (prikazana

obojenim dijelom) finansirana je kratkoročnim izvorima što ugrožava likvidnost preduzeća.

Analiza finansijske ravnoteže preduzeća veoma je važna za sagledavanje i ocenu njegove likvidnosti, pri čemu se analizom kratkoročne ravnoteže ocenjuje likvidnost društva, a analizom dugoročne ravnoteže uslovi za održavanje permanentne likvidnosti. Njome se u stvari vrši ocena finansijske situacije u užem smislu. Za ocenu finansijske situacije u širem smislu neophodno je napraviti i analizu zaduženosti preduzeća.

Pribavljanje novca i kapitala za potrebe finansiranja preduzeća vezano je za analizu finansijske ravnoteže. Analizom finansijske ravnoteže dobijaju se informacije o karakteru nedostajućih (potrebnih) finansijskih sredstava preduzeća, odnosno informacija da li društvo mora pribaviti kratkoročne ili dugoročne izvor finansiranja.

### **3.1.2. Analiza zaduženosti**

Zaduženost preduzeća ispituje se analizom pasive bilansa stanja, s aspekta vlasništva nad izvorima finansiranja. Izvori finansiranja (pasiva) preduzeća s vlasničkog aspekta dele se na sopstvene i pozajmljene izvore. Sopstvene izvore čini sopstveni kapital koji predstavlja garantnu supstancu preduzeća, jer štiti poverioce od gubitka pozajmljenog kapitala i obezbeđuje njihovu sigurnost u naplati potraživanja. Kaže se da je sopstveni kapital garant likvidnosti poslovanja preduzeća. Ovakva tvrdnja je dosta površna i više formalna nego što je prihvatljiva, u praksi korporativnog upravljanja. Likvidnost preduzeća, kojom se zapravo obezbeđuje isplaćivanje poverilaca, isključivo zavisi od priliva i odliva gotovine, dakle od cash flow toka.

Neto sopstveni kapital preduzeća jednak je razlici između vrednosti poslovne imovine iskazane u aktivi njegovog bilansa stanja i ukupnih obaveza preduzeća (pasiva bilansa stanja). Neto sopstveni kapital je formalno posmatrano garantna supstanca preduzeća (akcionarskog društva). Odnosno, sve dok je neto sopstveni kapital društva pozitivan, preduzeće je solventno. Solventnost preduzeća može se posmatrati kao njegova likvidnost na dugi rok i očitava se sposobnošću društva da plati sve obaveze, bilo kada (ne o roku njihovog dospeća), pa makar i iz likvidacione mase.

Pozajmljeni izvori preduzeća predstavljaju tuđe vlasništvo i rokovi raspoloživosti ovih izvora nijesu trajni. Po svom karakteru, tj. raspoloživosti ovi izvori mogu biti:



- Dugoročno raspoloživi izvori. Ove izvore najčešće označavamo kao dugoročne dugove, i
- Kratkoročno raspoloživi izvori ili kratkoročne obaveze.

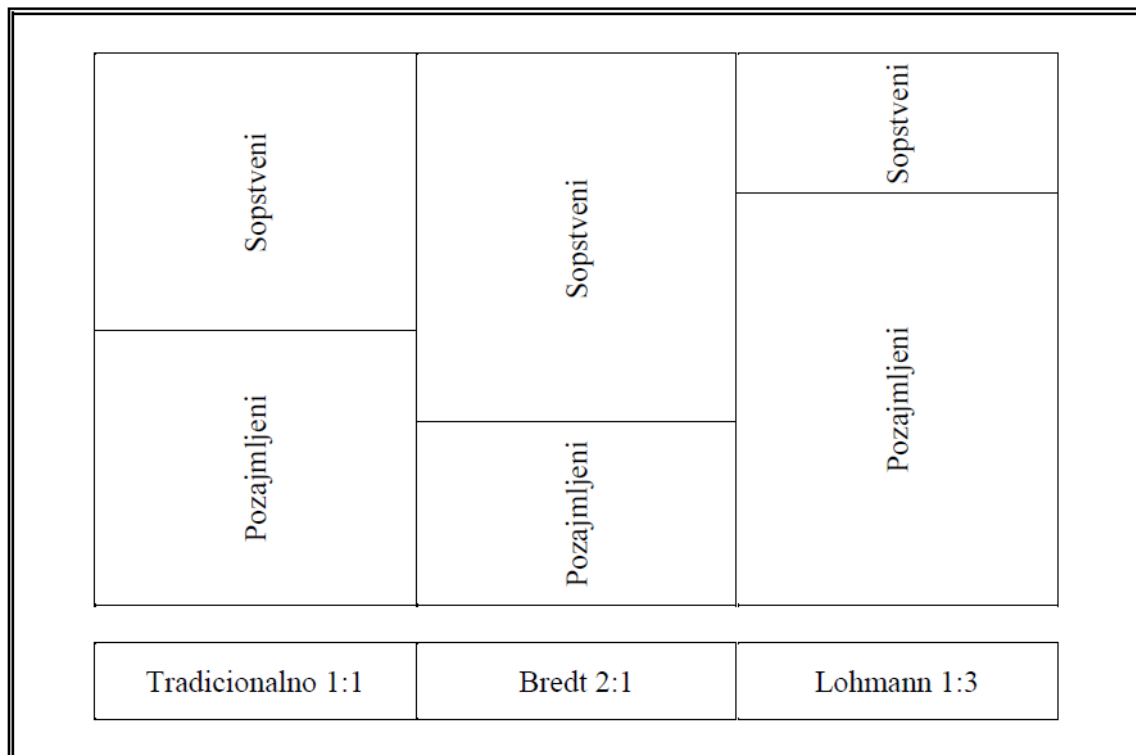
Finansijska struktura preduzeća (odnos između sopstvenog i pozajmljenog kapitala) najčešće se posmatra preko tri osnovna pokazatelja: koeficijent samostalnosti, koeficijent sigurnosti i koeficijent zaduženosti, koji neposredno izražavaju strukturu kapitala (pasive) preduzeća. Oni se obračunavaju na sledeći način.

**Pokazatelj samostalnosti = sopstveni kapital/ukupni izvori finansiranja**

**Pokazatelj zaduženosti = tuđi izvori/ ukupni izvori finansiranja**

**Pokazatelj sigurnosti = sopstveni kapital/tuđi izvori**

Pokazatelji finansijske strukture (zaduženosti) odnose se na vertikalna pravila finansiranja preduzeća. Iako su oni međusobno povezani, među njima se posebno ističe pokazatelj sigurnosti (odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala), poznat i kao zlatno pravilo izravnjanja rizika. Iako je u osnovi ovog pravila težnja za uspostavljanjem nekakve normale odnosa ova dva dela pasive, zahtevi za poštovanje obezbeđenja rentabilnosti, sigurnosti, nezavisnosti i elastičnosti preduzeća, kao delom protivrečnih, doveli su do toga da postoje i različita shvatanja o toj normali (prikazano je na slici 5).



Slika 5. Odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala

Prema teorijskim zahtevima, dok rentabilnost zahteva pomeranje strukture kapitala u korist pozajmljenog, sigurnost, nezavisnost i elastičnost zahtevaju njeno pomeranje u korist sopstvenog.<sup>46</sup> Pridavanje različitog značaja ovim zahtevima upravo i rezultuje razlikama prikazanim na slici 5. O ovom problemu više reči biće u nastavku teksta.

Struktura kapitala, kao uži podsistem finansijske strukture, ima poseban značaj za preduzeća (akcionarsko društvo) jer opredeljuje: sigurnost poverilaca, rentabilnost preduzeća, autonomiju dužnika i utiče na rizik ostvarenja finansijskog rezultata.

Sopstveni kapital pruža sigurnost poveriocima u smislu naplate njihovih potraživanja. Ako je zaduženost preduzeća visoka, visok je i rizik poverilaca. Ako gubitak pređe iznos sopstvenog kapitala, poverioci ne mogu naplatiti svoja potraživanja iz likvidacione mase, jer je dužnik (preduzeće)

<sup>46</sup> Videti: Bukvić, R., (2009) *Analiza poslovanja preduzeća*, Megatrend Univerzitet, Beograd, str. 64–68.

izgubio sva svoja sredstva i deo tuđih sredstava u visini razlike između gubitaka i sopstvenog kapitala.

Preduzeće ima veći izgled da ostvari pozitivan finansijski rezultat, odnosno manji je rizik od ostvarenja gubitka, ukoliko je struktura kapitala pomerena više ka sopstvenom kapitalu. To zato što su kamate na pozajmljeni kapital po pravilu fiksni trošak, odnosno rashod, čija visina zavisi od visine pozajmljenog kapitala i visine kamatne stope. Manja zaduženost izaziva manje rashode po osnovu kamata na pozajmljeni kapital, što daje veću sigurnost u ostvarivanju pozitivnog finansijskog rezultata. Ako je kamatna stopa na pozajmljeni kapital viša od stope prinosa na ukupni kapital (računate iz odnosa poslovnog dobitka i ukupnog kapitala), stopa prinosa na sopstveni kapital (odnos neto dobitka i sopstvenog kapitala) je niža od stope prinosa na ukupni kapital. U tom slučaju iz pozajmljenih izvora se ostvaruje negativan finansijski rezultat. U takvoj situaciji rentabilnost preduzeća je manja što je struktura pasive pomerena više u korist pozajmljenih izvora.

Ukoliko je struktura pasive pomerena više ka pozajmljenim izvorima, onda je ugrožena i autonomija preduzeća u smislu nezavisnosti u vođenju sopstvene poslovne politike. U filozofiji poslovanja svakog preduzeća je da teži što većoj samostalnosti u smislu vođenja sopstvene poslovne politike i ostvarivanja ciljeva poslovanja. Ukoliko je preduzeće (akcionarsko društvo) dosta zaduženo, poverioci i kreditori žele da utiču na vođenje poslovne politike preduzeća u pravcu koji će obezbediti njihovu maksimalnu zaštitu.

Iako je manji stepen zaduženosti izraz veće finansijske sigurnosti i samostalnosti, veće učešće sopstvenog kapitala u strukturi izvora finansiranja ne mora predstavljati i najbolji metod finansiranja. Shodno tome postavlja se i pitanje, koja struktura kapitala obezbeđuje optimalni sistem finansiranja poslovanja preduzeća? Prema tradicionalnom shvatanju optimalna struktura kapitala je ako sopstveni kapital čini 50%, a pozajmljeni takođe 50% zbira pasive (Gerstner). Ova relacija 1:1 u odnosu sopstvenog i pozajmljenog kapitala, tj. pravilo izravnjanja rizika, obezbeđuje sigurnost naplate potraživanja odnosno isplate obaveza. Jednom reči, obezbeđuje likvidnost preduzeća. Takođe se smatra da ovakva struktura pasive obezbeđuje i visok stepen nezavisnosti dužnika u vođenju poslovne politike. Naravno, u realnom životu uvijek ima odstupanja, tako da se ovo pravilo uzima više kao uslovno.

Prema jednom drugom stanovištu (Bredt, vidi sliku 5), normalnim se smatra zaduženost koja nije veća od 33% ukupnih izvora akcionarskog društva,

odnosno smatra se racionalnim da preduzeće duguje samo 1/3 raspoloživih sredstava.

Moderna finansijska teorija ne prihvata ovako kruta tradicionalna shvatanja, smatrajući da se struktura kapitala s aspekta vlasništva ne može odrediti kao univerzalna, za svako preduzeće i za sve prilike. Praksa je, naime, pokazala da odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala određuju: organski sastav sredstava, stopa inflacije, stopa rentabilnosti i stepen likvidnosti.<sup>47</sup>

Organski sastav sredstava je, u stvari, odnos između osnovnih i obrtnih sredstava. On u osnovi zavisi od vrste delatnosti. Kada su ulaganja u osnovna sredstva visoka, to zahteva pomeranje strukture kapitala u korist sopstvenog kapitala i obrnuto. Pri visokom ulaganju u osnovna sredstva, visoka je i amortizacija (koja je fiksni trošak), što povećava rizik ostvarenja poslovnog rezultata kao razlike između marginalnog dobitka i fiksnih troškova. Ako je pri tom visoko učešće pozajmljenog kapitala, biće visoki i rashodi perioda po osnovu kamata, čime se povećava rizik ostvarenja pozitivnog finansijskog rezultata (bruto dobitka). Otuda preduzeće, pri visokom organskom sastavu sredstava, može smanjiti rizik ostvarenja pozitivnog finansijskog rezultata jedino većim učešćem sopstvenog kapitala. Visok organski sastav sredstava po pravilu povećava i rizik naplate poverilaca, jer je više sredstava dugoročno vezano.

Visoka stopa inflacije takođe zahteva pomeranje strukture pasive ka većem učešću sopstvenog kapitala. Ako je kamatna stopa na finansijskom tržištu niža od stope inflacije, poverioci nemaju interesa da pozajmljuju kapital, jer bi time ostvarili inflatorne gubitke. U takvim uslovima preduzeće je upućeno na finansiranje iz sopstvenih izvora u cilju nesmetanog odvijanja svog poslovanja. Ako je kamatna stopa viša od stope inflacije, preduzeće je opet primorano na jačanje učešća sopstvenog kapitala, jer jedino tako može smanjiti rashode finansiranja i izbeći inflatorne gubitke.

Visoka rentabilnost i permanentna likvidnost pružaju mogućnost preduzeću da povećava učešće pozajmljenog kapitala u strukturi pasive. U uslovima visoke rentabilnosti i permanentne likvidnosti ostvarena je autonomija dužnika u kreiranju i vođenju vlastite poslovne politike.

U teoriji i praksi nameće se pitanje, šta je dominantno u određivanju strukture pasive? Da li je to organski sastav sredstava i stopa inflacije, ili je

---

<sup>47</sup> Rodić, J., (1991) *Poslovne finansije i procena vrednosti preduzeća*, Ekonomika, Beograd, str. 60.

to visoka rentabilnost i permanentna likvidnost. Praksa je pokazala da strukturu pasive sa stanovišta vlasništva primarno određuje organski sastav sredstava i stopa inflacije, a sekundarno visina rentabilnosti i likvidnosti.<sup>48</sup>

Hans Janberg smatra da prilikom analize zaduženosti iz pasive bilansa stanja akcionarskog društva treba isključiti tranzitornu pasivu i neto dobitak. Tranzitorna pasiva predstavlja korekturu aktive na niže, dok neto dobitak može sadržati i obaveze prema eksternim učesnicima u raspodeli (na primer dividendu akcionarima).<sup>49</sup> To dalje znači da bi se struktura pasive, za potrebe ocene zaduženosti, sastojala od sopstvenog kapitala i pozajmljenih izvora koji bi uključivali i spontane obaveze.

Da bi se ocena zaduženosti primenila i u kvantifikaciji rizika ostvarenja finansijskog rezultata poslovanja akcionarskog društva, pozajmljeni izvori bi se morali podeliti na one po osnovu kojih se plaća kamata i one na koje se ne plaća kamata u okviru njihovog roka raspoloživosti (spontani izvori).

### **3.1.3. Analiza prinostnog položaja**

Prinosni položaj preduzeća ocenjuje se na više načina, analizom profitabilnosti (rentabilnosti). Rentabilnost je najkompleksniji i najobuhvatniji princip i izraz poslovanja preduzeća. Zbog toga i njeno analiziranje ne može da se iscrpi samo analizom odgovarajućih koeficijenata rentabilnosti, već se moraju koristiti i drugi metodološki postupci i metodi. Svi ti drugi metodi osvetljavaju neke od aspekata rentabilnosti i poželjno je da se koriste uporedo s korišćenjem navedenih koeficijenata.

- *Pokazatelji profitabilnosti (rentabilnosti)*

U finansijskim analizama uobičajeno poslednju grupu finansijskih pokazatelja čine pokazatelji profitabilnosti, odnosno rentabilnosti. Ona se smatra primarnim, tj. najvažnijim delom finansijske analize. Sa stanovišta vlasnika preduzeća, odnosno deoničara, ovo je svakako najvažnija grupa

---

<sup>48</sup> Jovan Rodić iznosi podatak da je u Nemačkoj 1924. godine u vreme hiperinflacije u strukturi pasive nemačke privrede učešće sopstvenog kapitala bilo 61,8%, a pozajmljenog 39,2%. Godine 1961. za vreme stabilnog privrednog rasta i stabilne nacionalne valute u Zapadnoj Nemačkoj učešće sopstvenog kapitala iznosilo je 37,9%, a pozajmljenog 63,1%, što predstavlja odstupanje od tradicionalnih pravila. J. Rodić, *Poslovne finansije i procena vrednosti preduzeća*, Ekonomika, Beograd, 1991, str. 61, 62.

<sup>49</sup> Janberg, H., (1964) *Finanzierungshandbuch*, Gabler, Wisbaden, str. 144.

pokazatelja. Profitabilnost je rezultat i cilj celokupnog poslovanja preduzeća, a posebno je značajna kod ocenjivanja upravljačke funkcije, odnosno kod ocenjivanja poslovanja menadžerskog sloja.

U okviru ove grupe moguće je konstruisati i koristiti veći broj pokazatelja. Ipak, dve mere, među njima preovladavaju: marža profita i profitabilnost sredstava. Pored toga, kao neizostavna mera profitabilnosti koristi se i povrat na investicije. Najčešće se profitabilnost, tj. rentabilnost izražava kao odnos ostvarenog profita i korišćenih sredstava, što i predstavlja rentabilnost u izvornom značenju, a pripada drugoj od navedenih mera. Međutim, polazeći od uopštene definicije za obe mere, može se doći do velikog broja koeficijenata, od kojih svaki ima određene analitičke vrednosti. Najčešće se koriste pokazatelji koji izražavaju bruto ili neto profitnu stopu:

$$bps = \frac{\text{bruto dobit}}{\text{ukupna sredstva}},$$

odnosno

$$nps = \frac{\text{dobit posle oporezivanja}}{\text{ukupna sredstva}},$$

koji su poznati još i kao bruto i neto rentabilnost ukupnih sredstava.

Pored ova dva koeficijenta kao značajni pokazatelji profitabilnosti koriste se i bruto, odnosno neto marža profita (u odnosu na prihod):

$$bmp = \frac{\text{bruto dobit}}{\text{prihodi}}$$

i

$$nmp = \frac{\text{dobit posle oporezivanja}}{\text{prihodi}}.$$

Naravno, u zavisnosti od toga šta konkretno figuriše u brojiocu ovih pokazatelja (dobit), mogu se razlikovati i neke druge veličine, odnosno varijante ovog pokazatelja. Isto tako, mogu se u nabrojanim pokazateljima profitne stope umesto dobiti koristiti prihodi (od prodaje), i tako dobiti zapravo koeficijent obrta ukupnih sredstava (ukupne imovine):

$$koi = \frac{\text{prihodi od prodaje}}{\text{imovina}}.$$

Najzad, povrat na investicije (poznati pokazatelj ROI, Return on Investment) široko je primenjivan i samostalno, ali i u okviru drugih, kompleksnijih analiza (Du Pont šema). Poznat je pod raznim nazivima: stopa profita na investicije, ili na investirani kapital, jednostavno povrat, dohodnost, ili stopa dohodnosti itd. Dobija se stavljanjem u odnos profita i investicija

$$sdi = \frac{\text{dobit}}{\text{investicije}}$$

Ipak, kao ključan pokazatelj rentabilnosti u literaturi se ističe stopa poslovnog dobitka, kao odnos ostvarenog dobitka (profita) i angažovanog kapitala:

$$spd = \frac{\text{ostvareni profit}}{\text{angažovani kapital}}$$

što sa aspekta vlasnika kapitala svakako ima puno opravdanje. U stranoj literaturi ovaj pokazatelj poznat je kao ROCE (Return on Capital Employed). Sam pokazatelj može, naravno, da bude definisan na razne načine, zavisno od toga koje se konkretne veličine (profita i kapitala) stavljaju u odnos.<sup>50</sup>

- *Du Pont šema*

Naziv ovog instrumentarijuma analize profitabilnosti<sup>51</sup> potiče od naziva preduzeća koje ga je prvo koristilo, a koje se u to vreme zvalo E. I. Du Pont de Nemours & Company (kasnije poznata pod jednostavnim nazivom Du Pont), i koje je poslovala u vremenu između dva svetska rata. Du Pont sistem analize rentabilnosti u inostranstvu je već godinama standardno sredstvo analize, ali je kod nas, kao i mnogi drugi priznati i potvrđeni metodi, ne samo u ekonomici preduzeća, prilično nepoznat i zapostavljen. Reč je o finansijskom instrumentarijumu kojeg finansijski menadžeri često koriste za ocenu finansijske situacije preduzeća, kao i pri donošenju investicionih odluka u budućem periodu. Ova šema je, kao što se može pronaći u odgovarajućoj literaturi, prvi put objavljena u jednom

---

<sup>50</sup> Videti detaljnije u: Žarkić, N., Joksimović, (2005) *Upravljačko računovodstvo: računovodstvo za menadžment*, Beograd, str. 170–173.

<sup>51</sup> Sledeće izlaganje zasniva se na radu: Stevanović, N., (2001) *Upravljačko računovodstvo*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd

simpozijumskom referatu 1952. godine<sup>52</sup>, i to joj je vrlo brzo donelo ogromnu popularnost u svetskim razmerama, tako da je veoma brzo bila opšteprihvaćena, i danas se smatra nezaobilaznom u finansijskim analizama.

Karakteristike šeme, odnosno sistema analize Du Pont, prikazaćemo grafički (videti sliku 6), koja ilustruje složenost upravljanja celim procesom postizanja rentabilnosti preduzeća. U početnoj, levoj koloni (videti prvu kolonu levo) dati su u gornjem delu grafikona elementi obrtnog kapitala (uključujući aktivna vremenska razgraničenja), dakle elementi bilansa stanja, a u donjem delu elementi bilansa uspeha – troškovi (ili rashodi) poslovanja, grupisani na uobičajeni način.

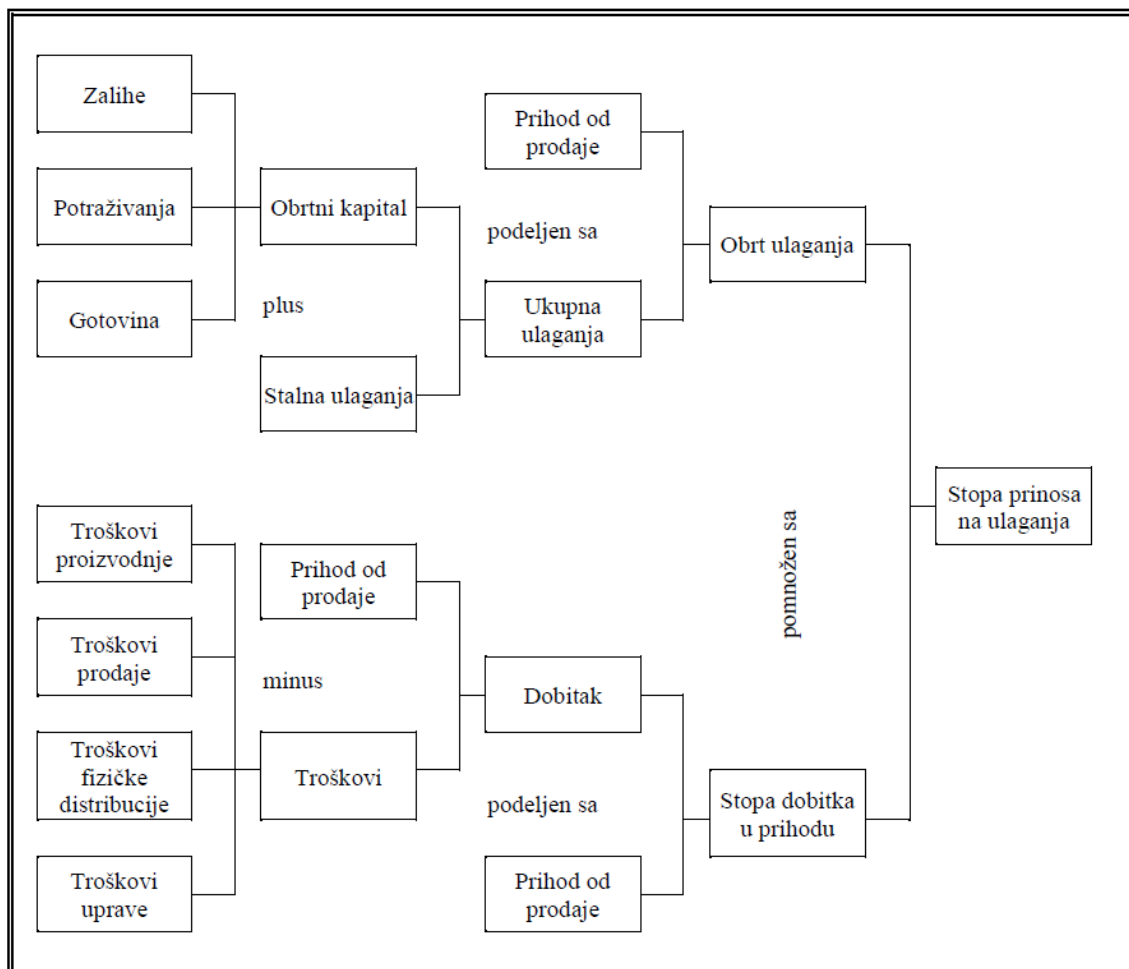
U narednoj koloni u analizu se uključuju stalna ulaganja, u gornjem delu, odnosno prihodi od prodaje (poslovni prihodi), u donjem delu šeme. Time su, praktično, pokriveni svi elementi bilansa stanja i bilansa uspeha.<sup>53</sup> Prema tome, možemo reći da ova šema obuhvata rentabilitet (profitabilnost) ukupnih ulaganja (ili ukupnih sredstava) preduzeća.

---

<sup>52</sup> Cline C.A., & Hessler, H.L., (1952) *The Du Pont Chart System for Appraising Operating Performance*, National Association of Cost Accountants, USA, N.A.C.A. Bulletin Conference Proceedings.

<sup>53</sup> Izvan analize, barem za sada, tj. na ovom nivou, nalaze se ostali prihodi i troškovi (tj. rashodi) preduzeća, dakle oni prihodi i rashodi koji se ne odnose neposredno na poslovanje preduzeća.





Slika 6. Šematski prikaz Du Pont analitičkog instrumentarijuma: osnovna šema

U trećem koraku u analizu se uključuje prihod od prodaje, i to kao brojitelj u odgovarajućem količniku (podeljen sa ukupnim ulaganjima), odnosno kao imenitelj u drugom količniku (gde je s njim podeljen poslovni dobitak). Prvi navedeni količnik daje već poznati racio (koeficijent) obrta ukupnih ulaganja, a drugi stopu dobitka u prihodu, jedan od već poznatih pokazatelja rentabiliteta. Najzad, množenjem ovako dobijena dva pokazatelja dobija se konačni rezultat – stopa prinosa na ukupna ulaganja (kao dobitak u odnosu na ukupna ulaganja).

Prema tome, maksimizacija stope prinosa na ukupna ulaganja postiže se istovremenim povećanjem (maksimizacijom) i koeficijenta obrta ukupnih ulaganja (gornji deo prikazane šeme) i maksimizacijom stope dobitka u

odnosu na prihode od prodaje (donji deo prikazane šeme). Ove dve ciljne veličine, dakle, nisu nikakvi samostalni, ili izdvojeni ciljevi. Šema, prema tome, pokazuje složenost pojma rentabilnosti, kao ključnog, ili vrhunskog kriterijuma poslovanja preduzeća.

Gornja šema, naravno, može se adekvatno koristiti i za analize rentabiliteta na nižim organizacionim nivoima – pojedinih organizacionih delova preduzeća, uključujući i najniži nivo, nivo pojedinačnog proizvoda, ali, jasno, uz uslov da preduzeće ima adekvatno organizovanu računovodstvenu funkciju koja će mu omogućavati odgovarajuće raščlanjavanje prihoda i troškova, kao i angažovanih sredstava (obrtnih i ukupnih) na tom nivou. S druge strane, ova šema može biti prilagođena i na nešto drugačiji način, tako da može da služi i kao test rentabilnosti, odnosno prinosa na sopstveni kapital preduzeća. Radi toga, naravno, morale bi se koristiti odgovarajuće veličine: sopstveni umesto ukupnog kapitala, kao i odgovarajuće korekcije i pregrupisanja pojedinih pozicija u okviru bilansa, bilansa stanja i bilansa uspeha.

U analitičkom smislu, razlikuju se dva osnovna oblika Du Pont šeme:

- osnovna Du Pont šema, i
- proširena Du Pont šema.

Ove dve šeme, odnosno (složene) formule preko kojih se analizira rentabilnost preduzeća, imaju različite konačne rezultate i smisao, odnosno ciljeve upotrebe. Za potrebe našeg prikaza, zadržaćemo se samo na osnovnoj šemi, koja je prikazana na slici 6.

Osnovna Du Pont šema (formula) dovodi u odnos stopu neto dobitka (odnos, ili količnik dobitka i ukupnih prihoda) s koeficijentom obrta ukupnih poslovnih sredstava. Proizvod ove dve veličine daje stopu neto prinosa na ukupna sredstva, kao relativni prirast ukupnih poslovnih sredstava, bez obzira na način njihovog finansiranja. Ova stopa poznata je u stranoj literaturi kao stopa neto prinosa na ukupna sredstva, i obeležava se sa ROI (Return on Investment). To je upravo pokazatelj koji smo objasnili na prethodno datoj šemi.

$$npus = \frac{\text{neto dobitak}}{\text{prihodi od prodaje}} \times \frac{\text{prihodi od prodaje}}{\text{poslovna sredstva}},$$

gde je *npus* – neto prinos na ukupna sredstva.

Ako, kao što je uobičajeno, neto dobitak u odnosu na prihode od prodaje<sup>54</sup> označimo kao neto maržu profita (nmp), što je već prikazano gore, a odnos prihoda od prodaje i prosečnih poslovnih sredstava kao koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava.

$$kouns = \frac{\text{prihodi od prodaje}}{\text{prosečna poslovna sredstva}}$$

onda stopa neto prinosa na ukupna sredstva postaje:

$$npus = nmp \times kouns$$

Stopa (neto) prinosa na ukupna poslovna sredstva (ROI) jedan je od najvažnijih pokazatelja rentabilnosti. Njegov (finansijski) smisao sastoji se u sledećem: sa što manje angažovanih poslovnih sredstava ostvariti što veći poslovni dobitak kako bi se maksimizirao prirast poslovnih sredstava. Koliki će biti prirast poslovnih sredstava zavisi od efikasnosti i ekonomičnosti korišćenja poslovnih sredstava. U finansijskoj analizi i planiranju, efikasnost upotrebe poslovnih sredstava izražava se pomoću koeficijenta njihovog obrta, a ekonomičnost njihovog korišćenja implicitno je sadržana u stopi poslovnog dobitka u odnosu na prihode (od realizacije). Upravo to i pokazuje poslednji gore navedeni obrazac.

- *Analiza prelomne tačke i određivanje praga rentabilnosti*

Rentabilnost je, kao što je već konstatovano, najkompleksniji i najobuhvatniji princip i izraz poslovanja preduzeća. Upravo zbog toga i njeno analiziranje ne može da bude iscrpno ako se zadrži samo na analizi odgovarajućih koeficijenata rentabilnosti, bez obzira koliko se tih koeficijenata upotrebljava, već se moraju koristiti i drugi metodološki postupci i metodi. Svaki od tih drugih metoda i postupaka osvetljava neke

---

<sup>54</sup> Korišćenje bilansne veličine ukupni prihodi od prodaje umesto ukupnih prihoda bliže je suštini poslovanja preduzeća, odnosno njegovoj osnovnoj delatnosti, zbog koje je osnovano i zbog koje i postoji.

od aspekata rentabilnosti, tako da je poželjno i preporučljivo da se koriste uporedo s korišćenjem navedenih koeficijenata.

Praksa savremenog upravljanja poslovanjem preduzeća pokazala je da se proces donošenja brojnih poslovnih odluka zasniva, pre svega, na poznavanju relevantnih troškova i prihoda. Veliki broj poslovnih odluka, kao što su, recimo, da li proizvoditi u sopstvenoj režiji ili kupovati, da li proizvoditi i prodavati poluproizvod ili gotov proizvod, da li zadržati proizvod u asortimanu proizvodnje ili ga odbaciti, da li uvesti novi proizvod ili ne, da li povećati obim proizvodnje itd., neposredno se zasniva na analizi odnosa troškova i koristi izraženih u finansijskom obliku.

Prelomna tačka ili prag rentabiliteta (odnosno prag čistog finansijskog rezultata, kako se nekada nazivao<sup>55</sup>) onaj je obim proizvodnje, odnosno prodaje, u kome se ukupni (poslovni) troškovi i ukupni (poslovni) prihodi preduzeća nalaze u međusobnoj ravnoteži, a finansijski rezultat, shodno tome, jednak je nuli (0).<sup>56</sup> Drugim rečima, to je onaj obim aktivnosti preduzeća u kome dolazi do izjednačavanja prihoda i ukupnih troškova koji uključuju varijabilne troškove za taj obim aktivnosti i fiksne troškove za čitav period (jednu poslovnu godinu, recimo).

Analiza prelomne tačke (ili analiza praga rentabiliteta, ili kako se još može pronaći, čak i u našoj literaturi – CVP analiza<sup>57</sup>, Cost–Volume–Profit Analysis) upravo se bavi proučavanjem odnosa između troškova, obima proizvodnje (odnosno prihoda) i profita na različitim nivoima aktivnosti preduzeća. Ona prevashodno može biti koristan analitički instrument za kratkoročno planiranje i donošenje odluka. Analiza prelomne tačke relevantna je u slučajevima kada su predložene, odnosno moguće promene u aktivnosti relativno male, tako da ustanovljene strukture i odnosi troškova ostaju nepromenjeni. U slučaju većih promena u nivou aktivnosti, kao i tokom dužeg perioda postojeća struktura troškova, na primer količina fiksnih i varijabilnih troškova po jedinici proizvoda, promeniće se, a tada primena analize prelomne tačke više ne može biti adekvatna, odnosno ne bi dala upotrebljive rezultate. Analiza prelomne tačke zasniva se na još nekim, dovoljno restriktivnim pretpostavkama, tako da je njena primena u principu dosta ograničena.

---

<sup>55</sup> Videti: *Leksikon računovodstva i poslovnih finansija*, Beograd, 1983, str. 760–761.

<sup>56</sup> Pored navedenih, u literaturi se mogu pronaći i sledeći izrazi: mrtva tačka rentabilnosti, donja tačka rentabilnosti, prag korisnosti, tačka pokrića troškova, kritična tačka u poslovanju.

<sup>57</sup> Videti, na primer: Žarkić Joksimović, N., (2005) *Upravljačko računovodstvo: računovodstvo za menadžment*, FON, Beograd, , glava IV.

Prelomna tačka (prag rentabilnosti) može se izražavati količinski i vrednosno. Prvi slučaj je moguć kada se analizira rentabilitet jednog proizvoda, ili grupe homogenih proizvoda, ili pak kod preduzeća koje proizvodi samo jedan proizvod ili grupu homogenih proizvoda. Daleko češći je slučaj vrednosnog izražavanja prelomne tačke, i to se najčešće dešava kada se analizira rentabilitet preduzeća. Pri tome, prelomna tačka se može izračunavati i predstavljati brojučano ili grafički, odnosno u njihovoj kombinaciji – i brojučano i grafički.

Pošto i prihodi<sup>58</sup> i (varijabilni) troškovi zavise, u prvom redu, od obima aktivnosti, preduzeće će maksimizovati njihovu razliku (tj. dobit) delovanjem na njih preko obima aktivnosti. Vrednost obima proizvodnje na kome se izjednačuju troškovi i prihodi, dakle prag rentabilnosti ili prelomna tačka, definiše minimalnu proizvodnju koja je potrebna da bi se troškovi pokrili ukupnim prihodima.

Analitički do nje se dolazi izjednačavanjem ukupnih prihoda (UP) s ukupnim troškovima (UT):

$$UP = UT$$

gde su ukupni prihodi i ukupni troškovi određeni kao proizvod količine i cene, odnosno jediničnih (varijabilnih) troškova:

$$UP = Q \times PC$$

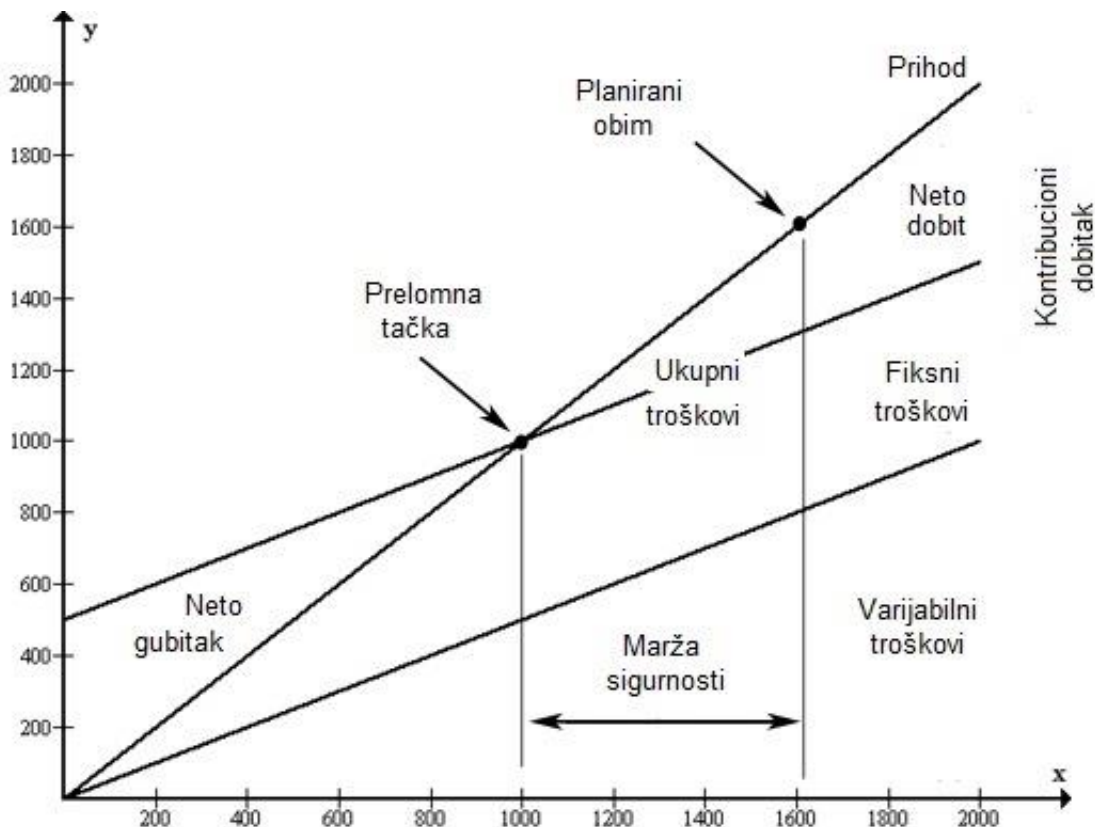
i

$$UT = FT + VT = FT + Q \times \overline{VT}$$

gde su: Q – obim proizvodnje, PC – prodajna cena proizvoda, FT – fiskni troškovi, VT – varijabilni troškovi i  $\overline{VT}$  – prosečni varijabilni troškovi (varijabilni troškovi po jedinici proizvoda).

---

<sup>58</sup> Treba imati u vidu da je u analizi rentabilnosti primerenije korišćenje prihoda od prodaje proizvoda i usluga, kao što je to već konstatovano drugim povodom. Korišćenje ovih prihoda, a ne ukupnih, naravno, ništa ne menja u postupku analize i dobijenim rezultatima, odnosno zaključcima izvedenim na osnovu njih. U daljem tekstu na ovim razlikama se nećemo zadržavati.



Slika 7. Grafički prikaz praga rentabilnosti

Koristeći razvijene izraze za ukupne prihode i ukupne troškove, dobija se prema prvoj, osnovnoj jednakosti:

$$Q \times PC = FT + Q \times \overline{VT}$$

$$Q \times PC - Q \times \overline{VT} = FT$$

i najzad

$$Q_{PT} = \frac{FT}{PC - \overline{VT}}$$

odnosno

$$Q_{PT} = \frac{FT}{KD}$$

gde je:

$Q_{PT}$  – prelomna tačka (prag rentabilnosti),

$FT$  – fiksni troškovi perioda i

$\overline{KD}$  – prosečni kontribucioni dobitak (kontribucioni dobitak po jedinici proizvoda) koji se dobija kao razlika između prosečnog prihoda (prodajne cene) i prosečnog varijabilnog troška (varijabilnih troškova po jedinici proizvoda).

Vrednosno izražena prelomna tačka dobija se kao proizvod količinske prelomne tačke (poslednje dve formule) i prodajne cene proizvoda.

Dostizanje praga rentabilnosti prikazano je grafički na slici 7.

### **3.1.4. Analiza imovinskog položaja**

Analizu imovinskog položaja čine u opštem nekoliko segmenata. Najpre, to je analiza strukture imovine (aktive) i njenih pojedinih delova, stalne (fiksne) i obrtne imovine. Zatim analiza fiksne imovine: struktura fiksne imovine, dotrajalost fiksne imovine, iskorišćenje kapaciteta, efikasnost korišćenja osnovnih sredstava i tehnička opremljenost. Treći segment je analiza obrtne imovine – struktura obrtne imovine i brzina njenog obrta. Najzad, tu je i analiza obrta poslovne imovine i roka povraćaja.

Analiza strukture imovine i njenih pojedinih delova koristi jednostavan analitički instrumentarijum, procentni račun, kojim se izražavaju učešća pojedinih pozicija (delova) u ukupnim veličinama (ukupna imovina, odnosno fiksna ili obrtna imovina). Pošto ovako izražene relativne veličine pojedinih pozicija (u procentima) same po sebi ne mogu da kažu mnogo, u ovoj vrsti analize nužna su poređenja, bilo istorijska (poređenje s prethodnim strukturama imovine u preduzeću u nekoj od prethodnih godina ili u nekom periodu), ili prostorna (poređenje s drugim, srodnim i konkurentskim preduzećima, odnosno sa grupacijom u okviru koje preduzeće posluje).

S obzirom da se bilansi (finansijski izveštaji, ili završni računi) originalno sastavljaju za dve uzastopne bilansne godine (tekuća godina i prethodna

godina), pretvaranje odgovarajućih apsolutnih iznosa u relativne brojeve (procente) uvek pruža prednost da se strukture u uzastopnim godinama mogu lako i pregledno iskazati i uporediti, barem za te dve godine. Naravno, sve ovo važi, utoliko pre, i za veći broj godina, ako se u analize uključuju bilansi iz više godina. Međutim, pošto se bilansne šeme povremeno menjaju, u manjoj ili većoj meri, često je za poređenja u dužem vremenskom nizu neophodno konsultovati i originalnu računovodstvenu dokumentaciju (zaključne listove, ili pak pojedine račune).

Analiza strukture imovine pripada delu opšte analize finansijskih izveštaja poznatom pod nazivom vertikalna analiza, koja obuhvata analizu strukture bilansa stanja (aktive i pasive) i bilansa uspeha. Ova analiza ima kao cilj da što jasnije istakne i pokaže učešće pojedinih grupa, podgrupa i pozicija finansijskih izveštaja u odgovarajućem zbiru, odnosno celini u okviru izveštaja. U bilansu stanja, takav zbir je ukupna aktiva (imovina, sredstva) kao zbir svih ulaganja (sredstava), odnosno ukupna pasiva kao zbir svih izvora finansiranja (kapital i obaveze). U bilansu uspeha to je, na primer, ukupan prihod preduzeća, ili zbir svih prihoda od prodaje proizvoda i usluga, ili neka druga izvedena veličina (na primer, prethodni zbir umanjen za iznos promene zaliha učinaka), ili pak neka odgovarajuća veličina na strani rashoda.

U okviru fiksne (stalne, ili trajne) imovine, pored strukture ovog dela imovine, od značaja su i drugi aspekti, kao što su dotrajalost (osnovnih sredstava), iskorišćenje kapaciteta, efikasnost korišćenja i tehnička opremljenost. Dokumentacionu osnovu za ovakve analize, naravno, čine ne samo bilansi, već i druga računovodstvena i plansko-analička dokumentacija preduzeća. Iako stalnu imovinu čine i nematerijalna ulaganja i finansijski plasmani, ona se često poistovećuje s materijalnim ulaganjima, odnosno s osnovnim sredstvima.

- *Analiza osnovnih sredstava*

Osnovna sredstva su trajni materijalni oblik sredstava i kao takva osnova neophodna za uspešan rad i funkcionisanje preduzeća. Čine ih ona poslovna sredstva preduzeća koja ne prenesu u celini svoju vrednost na proizvod nove upotrebne vrednosti u jednom reprodukcijom ciklusu, već to čine postepeno u nizu sukcesivnih reprodukcijom ciklusa. Za sve to vreme ova sredstva zadržavaju svoj fizički (materijalni) oblik, odnosno svoju upotrebnu vrednost (svoju proizvodnu sposobnost), kao i svoje kapacitete,



dok konstantno, i to postepeno tokom većeg broja ciklusa, smanjuju svoju prometnu vrednost.

Najvažniji deo osnovnih sredstava čini oprema, ili sredstva za rad u užem smislu. Pored opreme, u sredstva za rad u širem smislu ulaze i građevine, odnosno građevinski objekti, hladnjače, cisterne, vagoni, zemljište, biološka sredstva – šume, višegodišnji zasadi, osnovna stada, kao i druga prirodna bogatstva.

Analiza dotrajalosti osnovnih sredstava neposredno je povezana s njihovom amortizacijom. Izražava se kao odnos otpisane vrednosti (ispravke vrednosti) osnovnog sredstva i njegove nabavne vrednosti. Nabavna vrednost sredstva ne predstavlja problem, iako se u inflatornim uslovima vrši njihova povremena revalorizacija. Otpisana vrednost je zapravo amortizovana vrednost (amortizacija) sredstva. Ekonomski posmatrano, amortizacija<sup>59</sup> je prenošenje vrednosti osnovnog sredstva na proizvod nove upotrebne vrednosti. To prenošenje vrednosti dešava se u procesu proizvodnje. Ono je postepeno, i ima obračunski a ne materijalni oblik.<sup>60</sup> Pošto je proizvod nove upotrebne vrednosti (gotov proizvod) s aspekta preduzeća obrtno sredstvo, i pošto njegova vrednost sadrži i deo vrednosti osnovnog sredstva (u visini prenete vrednosti osnovnog sredstva, tj. njegove amortizacije), putem amortizacije, odnosno putem prenosa (dela) vrednosti osnovnog sredstva na gotov proizvod, vrši se transformacija osnovnih sredstava u obrtna sredstva.

Amortizacijom se, s aspekta osnovnih sredstava, obezbeđuju novčana sredstva za neprekidno odvijanje procesa (proste) reprodukcije. To znači da nakon isteka veka trajanja osnovnog sredstva ukupna visina amortizacije tog sredstva, transformisana u novac, treba da obezbedi mogućnost nabavke novog osnovnog sredstva kojim se zamenjuje dotrajalo (istrošeno) osnovno sredstvo. Shodno tome, ukupna amortizacija osnovnog sredstva treba da bude jednaka ponovnoj nabavnoj ceni tog osnovnog sredstva. Odatle sledi da osnovica za obračun amortizacije treba da bude nabavna vrednost osnovnog sredstva. Međutim, nabavna vrednost (cena) novog osnovnog sredstva često nije jednaka nabavnoj (plaćenoj) ceni sredstva koje se zamenjuje (dotrajalo, odnosno amortizovano sredstvo). Razlika između nabavne cene dotrajalog osnovnog sredstva i ponovne nabavne cene novog osnovnog sredstva može nastati iz sledeća dva razloga: 1) rast produktivnosti rada, i 2) obezvređenje novca (inflacija).

---

<sup>59</sup> Od francuske reči amortir, postepeno smanjivanje duga, smanjivanje vrednosti, slabljenje.

<sup>60</sup> Trošenje osnovnih sredstava, tj. prenošenje njihove vrednosti na novi proizvod realan je proces, ali amortizacija je uvek obračunska kategorija. Ovo stoga što se to trošenje osnovnih sredstava ne može tačno utvrditi.

Prvi od navedenih faktora umanjuje vrednost osnovnih sredstava, tako da će njegova nabavna cena u momentu zamene (tj. ponovne nabavke) biti manja od cene stvarno plaćene za to sredstvo. U principu, to bi trebalo da znači da osnovica za amortizaciju ne bi trebalo da bude plaćena cena, već (niža) cena njegove ponovne nabavke, odnosno tzv. reprodukciona cena. No, da bi se reprodukciona cena mogla znati (utvrditi), trebalo bi već u momentu prvobitne nabavke osnovnog sredstva, od kada i počinje njegovo otpisivanje, znati za koliko će porasti produktivnost rada u periodu omeđenom momentom prvobitne nabavke osnovnog sredstva i momentom njegove zamene. Pošto je to, naravno, nemoguće znati i samim tim nemoguće tačno kvantitativno odrediti reprodukcionu cenu, u praksi se kao osnovica za amortizaciju uzima stvarna nabavna cena sredstva (ono što je plaćeno za njegovu nabavku). Na taj način obezbeđuje se ne samo kontinuitet procesa proste reprodukcije, već i deo sredstava za proširenu reprodukciju u visini razlike između stvarne nabavne i reprodukcionne cene.

Naravno, gornje rezonovanje važi za uslove u kojima se vrednost novca ne menja (ne opada). Ako, međutim, u periodu između prvobitne nabavke i zamene osnovnog sredstva dođe do inflacije, (sve) cene pod tim uticajem biće povećane, pa i cene osnovnih sredstava. Stoga transformisana stvarna nabavna cena osnovnog sredstva u novac putem amortizacije neće biti dovoljna da obezbedi nabavku novog osnovnog sredstva radi zamene dotrajalog (amortizovanog). Cena novog osnovnog sredstva biće veća od ukupnog iznosa amortizacije dotrajalog sredstva, koja je transformisana u novac. Zbog toga, u takvim okolnostima, amortizacija čiji je osnov za obračun bila stvarna nabavna cena, ne obezbeđuje ni kontinuitet procesa proste reprodukcije.

Da bi se, sa stanovišta osnovnih sredstava, obezbedio i u takvim, inflatornim uslovima, kontinuitet procesa proste reprodukcije u praksi se kao osnov za amortizaciju uzima ne stvarno plaćena, već revalorizovana cena osnovnih sredstava. To je, zapravo, stvarna nabavna cena sredstva povećana za procenat porasta cena (inflacije). Kada bi procenat (stopa) porasta cena od momenta nabavke osnovnog sredstva do momenta njegove zamene bio poznat u trenutku uključenja osnovnog sredstva u proces reprodukcije, problem obezbeđenja kontinuiteta procesa proste reprodukcije u inflatornim uslovima bio bi rešen.

Ali, kao što unapred ne može biti poznat porast produktivnosti rada i pod tim uticajem pad cena, isto tako unapred ne može biti poznata ni stopa inflacije i pod tim uticajem porast cena. Stoga se u praksi revalorizacija vrši

tako što se svake godine stvarna nabavna cena osnovnog sredstva povećava za procent porasta cena u toj godini.<sup>61</sup> Tako se utvrđuje revalorizovana vrednost osnovnih sredstava, kao osnovica za amortizaciju u sledećoj godini.<sup>62</sup>

Problemi obračuna amortizacije, konkretno utvrđivanja osnovice za amortizaciju, ovim se ne iscrpljuju.<sup>63</sup> Naravno, i sam koncept amortizacije, kako je postavljen i kako se sprovodi u preduzećima, predstavlja samo jedan aspekt trošenja (amortizovanja) osnovnih sredstava. Amortizovanje osnovnih sredstava, naime, nastaje ne samo po osnovu njihovog učešća u procesu proizvodnje. Vrednost osnovnih sredstava smanjuje se i pod uticajem drugih faktora, među kojima se ističu funkcionalni, ekonomski i prirodni.<sup>64</sup>

Drugo pitanje od značaja za praktičan rad je određivanje veka trajanja osnovnog sredstva.<sup>65</sup> Utvrđivanje visine amortizacije zahteva, naime, pored utvrđivanja osnovice za amortizaciju i (eventualno) likvidacione vrednosti, kojom se umanjuje osnovica (važno kod amortizovanja osnovnog stada), takođe i određivanje veka trajanja osnovnog sredstva. Vek trajanja je vreme (period) u kome osnovno sredstvo može biti korisno i ekonomski podobno u procesu reprodukcije. Drugim rečima, treba odrediti koliko se proizvoda nove upotrebne vrednosti (odnosno učinaka) može ostvariti uz korišćenje osnovnog sredstva u čitavom njegovom veku trajanja.

Korisni vek trajanja osnovnog sredstva može biti izražen na dva načina, što direktno zavisi od metoda amortizacije koji će biti primenjivan. Ako se primenjuje funkcionalni metod, onda se korisni vek trajanja izražava ukupnim očekivanim obimom učinaka koje neko sredstvo može da ostvari. Recimo, mašina za proizvodnju kompakt diskova projektovana je tako da,

---

<sup>61</sup> Ovde je potrebna mala dopuna, preciznosti radi. Godišnja revalorizacija vrednosti osnovnih sredstava vrši se ukoliko rast cena u toku godine pređe određeni iznos. Na taj način, umesto permanentne vrši se povremena revalorizacija: ona se vrši u momentu (na kraju godine) kad cene osnovnih sredstava porastu iznad unapred utvrđenog procenta, bez obzira na to da li je taj porast (10%, na primer) nastao u dve ili više godina.

<sup>62</sup> O navedenim problemima obračuna amortizacije u inflatornim uslovima videti, na primer: Nikola Stevanović, *Održavanje realne vrednosti kapitala u inflatornoj ekonomiji*, Naučna knjiga, Beograd, 1975. Jovan Rodić, *Teorija i analiza bilansa*, Ekonomika, Beograd, 1990.

<sup>63</sup> O tim drugim problemima videti neki od standardnih udžbenika Analize poslovanja, ili pak Teorije i analize bilansa.

<sup>64</sup> Videti, na primer: Cvetković, N., (2004) *Analiza poslovanja preduzeća*, Beograd., str. 351. ili Bukvić, R., *Analiza poslovanja preduzeća*, Beograd, 2009, str. 163.

<sup>65</sup> U nastavku ćemo u osnovi, uz određena skraćivanja i dopune, pratiti izlaganje u: Bukvić, R., (2009) *Analiza poslovanja preduzeća*, Beograd, str. 162. i dalje.

uz neophodno održavanje, tj. servisiranje, proizvede 10.000.000 komada diskova. Ukoliko se obim učinaka ne može izmeriti, pa se primenjuje vremenski metod amortizacije, korisni vek trajanja osnovnog sredstva izražava se u jedinicama vremena (u godinama).

Postoji mnogo faktora koji uslovljavaju vek trajanja, odnosno obim mogućeg učinka osnovnog sredstva u toku njegovog veka trajanja. Njihov uticaj je teško kvantitativno izraziti, odnosno proceniti bez poznavanja prirodnih i tržišnih uslova, tehničkih i bioloških svojstava, razvoja tehnike, tehnologije i ekologije. Zbog toga ocena veka trajanja osnovnih sredstava treba da bude zadatak stručnjaka koji poznaju sve navedene discipline, da bi se realno ocenio period u kome osnovno sredstvo treba da se amortizuje. S ekonomske tačke gledišta mnogo je bolje da se to vreme potceni (da se odredi kraći vek trajanja osnovnog sredstva) nego preceni, jer na taj način sigurno neće doći do zamene osnovnog sredstva pre nego što su obezbeđena novčana sredstva po osnovu amortizacije za njegovu zamenu.

Kada su utvrđeni, nekim od pomenutih postupaka, osnovica za amortizaciju i vek trajanja osnovnog sredstva, odnosno obim učinka u njegovom veku trajanja, dolazi se do pitanja određivanja visine amortizacionih kvota za pojedine vremenske intervale (godine) u toku veka trajanja osnovnog sredstva.<sup>66</sup> Taj problem proističe iz činjenice da trošenje (rabaćenje) osnovnog sredstva, odnosno prenošenje njegove vrednosti na proizvod nove upotrebne vrednosti, nije vidljivo, te da se kratkoročni (godišnji, polugodišnji, kvartalni) obračun finansijskog rezultata ne poklapa s vekom trajanja osnovnih sredstava. Ceo taj problem sastoji se, praktično, u određivanju amortizacionih kvota koje će se, kao izraz prenete vrednosti osnovnog sredstva, staviti na teret prihoda dobijenih realizacijom gotovih proizvoda, odnosno u zavisnosti od načina obračuna troškova na teret finansijskog rezultata ostvarenog u toku jedne poslovne godine. Amortizacione kvote mogu se u toku veka trajanja osnovnog sredstva rasporediti na jedan od sledeća dva načina:

- srazmerno vremenu trajanja osnovnog sredstva izraženom u broju godina, ili
- srazmerno učinku odnosno korišćenju osnovnog sredstva u toku

---

<sup>66</sup> Amortizaciona kvota je godišnji (odnosno, polugodišnji, mesečni itd.) iznos amortizacije, koji se dobija obračunskim putem, uz primenu godišnje (polugodišnje, mesečne itd.) stope amortizacije na utvrđenu nabavnu vrednost osnovnog sredstva (odnosno, na utvrđenu osnovicu za amortizaciju).

njegovog veka trajanja.

U prvom slučaju govorimo o *vremenskom* a u drugom o *funkcionalnom* metodu obračuna amortizaciji. Njihova primena nije obavezna, odnosno izbor metoda predstavlja autonomnu odluku preduzeća.<sup>67</sup>

U oba slučaju, dakle primenom obaju metoda, amortizacija se može obračunavati:

- pojedinačno za svako osnovno sredstvo,
- po grupama osnovnih sredstava, utvrđenim u odgovarajućoj nomenklaturi osnovnih sredstava, ili
- kombinovano, pojedinačno za određene vrste sredstava, a po grupama za neke druge vrste.

U našim preduzećima najčešće se primenjuje vremenska amortizacija osnovnih sredstava. To je takav način obračuna amortizacije po kojem se na osnovicu za amortizaciju (revalorizovanu nabavnu vrednost osnovnog sredstva eventualno umanjenu za likvidacionu vrednost) primenjuje određena (godišnja) amortizaciona stopa. U okviru vremenske amortizacije za obračun periodičnih (godišnjih) amortizacionih kvota, mogu se primenjivati tri metoda<sup>68</sup>:

- metod konstantne (proporcionalne ili linearne) amortizacije,
- metod progresivne amortizacije, i
- metod degresivne amortizacije.

### *1. Metod konstantne amortizacije.*

---

<sup>67</sup> Preduzeće, svojom računovodstvenom politikom, samo utvrđuje koji će metod koristiti za obračun amortizacije. I ne samo to, ne moraju se sva osnovna sredstva otpisivati jednim metodom, odnosno računovodstvenom politikom preduzeće može predvideti primenu različitih metoda za razna sredstva. Dobra poslovna politika preduzeća zahteva i konstantno preispitivanje primenjivanih metoda amortizacije.

<sup>68</sup> Prema međunarodnim računovodstvenim standardima, odnosno međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja (MRS-38, nematerijalna ulaganja, i MRS-16, nekretnine, postrojenja i oprema) za otpisivanje stalnih sredstava koristi se jedan od tri metoda: 1) proporcionalni metod, odnosno metod jednakih godišnjih kvota u procenjenom veku trajanja, 2) degresivni metod, odnosno metod opadajućih godišnjih kvota u procenjenom veku trajanja, i 3) funkcionalni metod. Dakle, ne predviđa se primena progresivnog metoda.

Ovo je najjednostavniji metod amortizacije. Susreće se i pod nazivom proporcionalne, ili pak pravolinijske amortizacije. Primena ovog metoda ima za pretpostavku da osnovno sredstvo prenosi svoju vrednost na proizvod nove upotrebne vrednosti ravnomerno, u istim (godišnjim, polugodišnjim itd.) kvotama, u toku celog svog veka trajanja. Shodno tome, svake godine na teret gotovog proizvoda, odnosno finansijskog rezultata, obračunava se isti iznos amortizacije, i to u toku čitavog veka trajanja osnovnog sredstva. Godišnja amortizaciona kvota ( $Am$ ) određuje se po obrascu:

$$Am = \frac{O - Lv}{t}$$

gde je:

$O$  – osnovica za amortizaciju (stvarna, odnosno revalorizovana nabavna vrednost osnovnog sredstva),

$Lv$  – likvidaciona vrednost osnovnog sredstva, i

$t$  – broj godina trajanja osnovnog sredstva (životni vek osnovnog sredstva), a amortizaciona stopa ( $am$ ) utvrđuje se u procentima po formuli:

$$am = \frac{Am}{O - Lv} \times 100.$$

## *2. Metod progresivne amortizacije.*

Za razliku od prethodnog, ovaj metod obračuna amortizacije polazi od pretpostavke da se korišćenjem osnovnog sredstva tokom njegovog veka trajanja ostvaruju ne isti, već različiti, i to rastući, efekti. Naime, u periodu uhodavanja novog osnovnog sredstva njegov kapacitet se ne koristi u potpunosti, zbog čega se njegovim korišćenjem u tom periodu ostvaruje manji obim proizvodnje. Stoga, u početnom periodu korišćenja osnovnog sredstva amortizacione kvote moraju biti manje, a tokom vremena, kako se vrši uhodavanje osnovnog sredstva, i kako se postiže i potpunije iskorišćenje njegovog kapaciteta, ostvaruje se i veći obim proizvodnje, tako da amortizacione kvote treba da budu veće. Drugačije rečeno, ovaj metod amortizacije teži da u strukturi cene koštanja gotovog proizvoda amortizacija uvek učestvuje s istim iznosom. Pošto se obim proizvodnje iz godine u godinu povećava, to se i amortizacione

kvote iz godine u godinu tokom veka trajanja osnovnog sredstva moraju povećavati.<sup>69</sup>

Zavisno od procene tempa postizanja iskorišćenja kapaciteta godišnje amortizacione kvote utvrđuju se po aritmetičkoj ili geometrijskoj progresiji. Ako se primenjuje aritmetička progresija, godišnja amortizaciona kvota ( $A_m$ ) dobija se iz obrasca:

$$A_m = \frac{O - Lv}{Sn}$$

gde je:

$$Sn = \frac{(a_1 + a_n) \cdot n}{2},$$

pri čemu je:

$a_1$  prvi član,

$a_n$  poslednji ( $n$ -ti) član progresije

$n$  broj članova progresije,

$a_i$  – aritmetička vrednost godišnjeg ( $i$ -tog) člana progresije.

### *3. Metod degresivne amortizacije.*

Metod degresivnog otpisivanja (amortizacije) osnovnih sredstava danas u svetu dobija sve veći značaj. Ovaj metod amortizacije polazi od pretpostavke da se srazmerno protoku veka trajanja osnovnog sredstva povećavaju troškovi njegovog održavanja. Drugim rečima, trošenje osnovnog sredstva izraženije je u početnom periodu korišćenja (kada se ostvaruju i najveće ekonomske koristi). Da bi proizvod nove upotrebne vrednosti, odnosno finansijski rezultat privrednog društva u toku veka trajanja osnovnog sredstva bio ravnomerno terećen amortizacijom i troškovima održavanja osnovnog sredstva, u početku korišćenja osnovnog sredstva amortizacija treba da bude najveća i da srazmerno vremenu korišćenja postepeno opada, jer troškovi održavanja rastu. Dakle, pretpostavka je da se na ovaj način dobijaju po obračunskim periodima (godinama) ravnomerne zbirne kvote amortizacije i troškova održavanja.

---

<sup>69</sup> Kao jedan od važnih razloga zbog kojih se u akcionarskim društvima koristi progresivni metod amortizacije navodi se vođenje određene dividendne politike. Pošto se, naime, u ovom slučaju tokom prvih godina otpisuje manji deo vrednosti osnovnih sredstava, time se stvaraju mogućnosti povećanja stope dividende i na taj način i rasta kursa akcija na berzi.

Metod degresivne amortizacije može se, takođe, zasnivati na aritmetičkoj i geometrijskoj progresiji (odnosno, degresiji). Kod prve varijante godišnje kvote se smanjuju iz godine u godinu za isti iznos. Kod druge varijante primenjuje se ista stopa amortizacije na neotpisanu vrednost osnovnog sredstva.

Godišnje amortizacione kvote dobijaju se na sledeći način. Najpre se određuje iznos degresije, i to kao:

$$ID = \frac{O - Lv}{\frac{t(t+1)}{2}}$$

dakle, tako što se osnovica za amortizaciju podeli sa zbirom članova aritmetičke degresije (aritmetičkog niza). Godišnja amortizaciona kvota dobija se zatim kao proizvod ovako određenog iznosa degresije i preostalog životnog veka za svaku pojedinačnu godinu:

$$Am_i = ID \times (t - i + 1).$$

Međunarodnim računovodstvenim standardima, odnosno standardima finansijskog izveštavanja nisu propisani stopa i način degresije, tako da se to uređuje računovodstvenom politikom u okviru samog preduzeća.

U odgovarajućoj literaturi<sup>70</sup> kao argumenti za ovakvo (degresivno) obračunavanje amortizacije navode se sledeći.

1. Efikasnost osnovnih sredstava u toku veka korišćenja opada ne samo zbog fizičkog rabaćenja već i zbog ekonomskog devalviranja usled dejstva tehničkog napretka, promene tražnje, promena mode itd.
2. S obzirom na to da se pri izradi plana otpisivanja ukalkulisava rizik tehničkog napretka (kao i drugi rizici), degresivni metod pruža veće mogućnosti planske podele troškova nego što je slučaj s proporcionalnim metodom, tako da se zahtevi za vanrednim otpisivanjem mogu pojaviti samo izuzetno. Osim toga, sam rizik koji se može javiti zbog pogrešne procene ekonomskog veka trajanja osnovnog sredstva pri degresivnom otpisivanju smanjuje se s protokom vremena.

---

<sup>70</sup> Videti, na primer: Radovanović, R., i Škarić-Jovanović, K., (1999) *Finansijsko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1999, str. 137. i Škarić-Jovanović, K., (2007) *Finansijsko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 175.



3. Opadanje godišnjih amortizacionih kvota koincidira s porastom troškova održavanja, koji uzeti zajedno pokazuju približno linearni razvoj.

Navedeni argumenti upućuju na nesumnjive prednosti koje ima degresivna amortizacija osnovnih sredstava, zbog čega se ona već izvesno vreme preporučuje od strane većeg broja autora i institucija. U praksi, međutim, kod nas i pored toga dominira linearno (proporcionalno) amortizovanje osnovnih sredstava, uprkos njegovim poznatih i mnogo puta istaknutim slabostima.

Analiza imovinskog položaja u delu gde se posmatraju osnovna sredstva obuhvata i druge njihove aspekte, kao što je stepen otpisanosti osnovnih sredstava, stepen korišćenja kapaciteta osnovnih sredstava, odnosno randman osnovnih sredstava<sup>71</sup>, analiza tehničke opremljenosti i dr.

Najzad, od posebnog značaja je analiza obrta osnovnih sredstava. Obrt osnovnih sredstava, kao i uopšte obrt imovine (aktive) izražava se koeficijentom obrta kao odnosom (količnikom) prihoda i odgovarajućeg dela imovine. Ovako izražen koeficijent obrta pokazuje koliko jedna novčana jedinica imovine (ili nekog njenog dela) stvara novčanih jedinica prihoda. Kao što smo do sada već više puta istakli, potrebno je koristiti prihod od prodaje, tako da bi odgovarajući koeficijent obrta osnovnih sredstava (fiksne imovine) imao sledeći oblik:

$$k_{oos} = \frac{\text{prihod od prodaje}}{\text{osnovna sredstva}} .$$

#### *Analiza obrtnih sredstava*

Drugi deo analize imovinskog položaja preduzeća zasniva se na analizi obrtnih sredstava.

---

<sup>71</sup> Randman (fr. rendement, koristan proizvod nečega) – 1) prinos, dohodak od proizvodnje količinski posmatran; izvadak iz proizvodnje po jedinici uloška u proizvodnju (recimo, količina šećera koja se dobija iz jedne tone šećerne repe); 2) stepen iskorišćenja sirovina, srazmer prinosa u fabrikatima koji se dobije od sirovina (recimo, randman gvozdene rude iznosi 33% od ukupne težine rude); 3) efikasnost korišćenja sredstava za rad, odnos između vrednosti ostvarene proizvodnje i vrednosti sredstava za rad korišćenih u toj proizvodnji, ili procent iskorišćenja kapaciteta ključnih mašina.

Obrtna sredstva predstavljaju onaj deo (poslovnih) sredstava preduzeća koji, po pravilu, svoju vrednost prenese na proizvod nove upotrebne vrednosti koji se proizvede u toku jednog proizvodnog perioda odjednom, odnosno u toku tog perioda. Ona se, dakle, u proizvodnom procesu ne troše postepeno, kao osnovna sredstva, već jednokratnom upotrebom. Od ovog opšteg pravila ima izuzetaka koji su rezultat odgovarajućih propisa: po našim propisima u obrtna sredstva se ubrajaju i oruđa za rad čiji vek trajanja nije duži od jedne godine ili čija pojedinačna vrednost ne prelazi propisani iznos.

U tu grupu, kao pravilo, spada pogonski i poslovni sitan inventar. Ekonomski posmatrano, to su oruđa za rad, dakle osnovna sredstva. Međutim, ona su, po tim propisima, svrstana u obrtna sredstva s ciljem da se olakša i uprosti njihova knjigovodstvena evidencija. To, naravno, nipošto nije bez osnova, jer takvih oruđa za rad, po pravilu, preduzeće ima relativno mnogo, a poznato je da je knjigovodstvena evidencija osnovnih sredstava daleko obimnija i složenija nego evidencija obrtnih sredstava.

Na osnovu toga možemo zaključiti da se obrtnim sredstvom, ako se izuzmu navedeni izuzeci shodno propisima, smatra ono sredstvo koje se u jednom ciklusu reprodukcije transformiše iz početnog pojavnog oblika – novca (N) u završni pojavni oblik – novac ( $N_1$ ). Dužina ciklusa reprodukcije u najvećoj meri zavisi od dužine trajanja tehnološkog procesa. Najčešće, ciklus reprodukcije traje manje od godinu dana, a kako su druge faze ciklusa reprodukcije (faza nabavke i faza prodaje, odnosno realizacije) znatno kraće, proizilazi da se transformacija obrtnih sredstava iz početnog u završni pojavni oblik obavi u toku jedne godine; drugim rečima, ona se u toku godine obrnu najmanje jednom. Stoga se u literaturi najčešće može pronaći definicija slična sledećoj: „Ako jedno sredstvo ima koeficijent obrta manji od 1, odnosno, ako mu je vremensko trajanje obrta veće od godine dana, onda ono ima karakter osnovnih sredstava; ako to sredstvo ima koeficijent obrta veći od jedan, odnosno vremensko trajanje obrta kraće od godine dana, onda takvo sredstvo ima karakter obrtnog sredstva”.<sup>72</sup>

Ipak, ovakva definicija obrtnih sredstava, mada u osnovi ispravna, nije prihvatljiva za sve delatnosti. Naime, u pojedinim specifičnim delatnostima tehnološki proces je duži od jedne godine, a uzimajući i druge faze ciklusa reprodukcije obrt obrtnih sredstava, odnosno njihova transformacija iz početnog u završni pojavni oblik, ne izvrši se u toku jedne godine, što znači da je njihov godišnji koeficijent obrta manji od 1. Takav je slučaj u

---

<sup>72</sup> Vasiljević, K., (1962) *Teorija i analiza bilansa*, Savremena administracija, Beograd, стр. 78–79.

građevinarstvu, brodogradnji, značajnom delu mašinogradnje (krupna mašinogradnja) a u izvesnim slučajevima i kod nekih drugih delatnosti. Na osnovu navedenog, možemo zaključiti da u obrtna sredstva treba ubrojati ona sredstva čija se vrednost u jednom reprodukcijom ciklusu transformiše u celini iz početnog u završni pojavni oblik.

Obrtna sredstva tokom proizvodnog procesa kruže i permanentno menjaju svoj oblik, pojavljujući se u određenim trenucima u raznim pojavnim oblicima, kao sirovine, pomoćni i pogonski materijali, poluproizvodi, gotovi proizvodi, novac, potraživanja itd. Za analitičke potrebe obrtna sredstva se mogu klasifikovati polazeći od različitih kriterijuma: prema pojavnim oblicima, što je već istaknuto, zatim prema karakteru, prema angažovanju u procesu reprodukcije, prema izvorima iz kojih se finansiraju.

1. Prema **pojavnim oblicima** obrtna sredstva se dele na tri velike grupe:

- stvari,
- prava i
- novčana sredstva.

Stvari koje čine obrtna sredstva jesu sirovine i materijali, tj. predmeti rada, zatim nedovršena proizvodnja i poluproizvodi, zalihe gotovih proizvoda, sredstva za rad s relativno manjom vrednošću i kraćim vekom upotrebe (sitan alat, sitan inventar i ambalaža) i rezervni delovi. One dakle imaju različitu ulogu i pojavljuju se u različitim fazama reprodukcijom ciklusa.

Prava koja čine obrtna sredstva jesu razne vrste kratkoročnih potraživanja: avansi (ili plaćanja unapred), depozit ili ostava u novcu data na čuvanje obično kod banke ili deponovana za određenu svrhu i pod izvesnim uslovima, kaucije ili jemstva u gotovom novcu ili vrednosnim hartijama da će se neka obaveza ispuniti, potraživanja od kupaca u zemlji ili inostranstvu za prodatu a nenaplaćenu robu, potraživanja iz zajedničkog poslovanja i druga potraživanja.

Novac kao obrtno sredstvo čine novac na tekućim i drugim računima, novac u blagajni, devizni računi i devizna blagajna i druga novčana sredstva, vrednosne hartije kao što su čekovi, menice i dr., kao i kratkoročni finansijski plasmani, odnosno ulaganja u povezana preduzeća, ulaganja u banke, krediti dati u zemlji i inostranstvu i ostala kratkoročna finansijska ulaganja.

2. Prema **karakteru** obrtna sredstva se dele polazeći od kružnog kretanja sredstava u procesu reprodukcije  $N - R \dots P \dots R_1 - N_1$ , i to takođe na tri osnovna oblika:

- novčani,
- naturalni (ili robni), i
- prelazni oblik.

#### *Novčani oblik*

Novac, kao što se iz navedene šeme kružnog kretanja sredstava vidi, predstavlja početni i završni oblik obrtnih sredstava. S obzirom da knjigovodstvo ne evidentira zasebno novac početnog oblika (N), odnosno završnog oblika (N<sub>1</sub>), preduzeće na osnovu toga raspolaže samo podacima o ukupnom novcu, koji može biti kao što smo videli u blagajni ili na računima. U principu, to nije prepreka analizi, s obzirom na to da ukupni novac kojim preduzeće raspolaže posle raspodele finansijskog rezultata i izdvajanja za sredstva zajedničke potrošnje, i eventualno za sredstva solidarnosti i druge neposlovne namene, predstavlja početni oblik (N) koji će biti uključen u proces reprodukcije pribavljanjem ili osnovnih ili obrtnih sredstava. Ako se izdvoji na poseban depozitni račun deo novca koji će biti upotrebljen za pribavljanje osnovnih sredstava onda preostali novac na ostalim depozitnim računima i u blagajni predstavlja početni pojavni oblik obrtnih sredstava.

#### *Naturalni oblik*

Zavisno od mesta u reprodukcijom ciklusu, obrtna sredstva mogu biti: sirovine i materijal (R), nedovršena proizvodnja (P), i gotovi proizvodi (R<sub>1</sub>).

Sirovine i materijal su vrednosti koje će u procesu proizvodnje biti transformisane u proizvode s novom upotrebnom vrednošću, odnosno u gotove proizvode. Tu spadaju i oruđa za rad koja se, u smislu propisa, smatraju obrtnim sredstvima (pogonski i poslovni sitan inventar i sl.).

Nedovršena proizvodnja je vrednost proizvoda nove upotrebne vrednosti čija je proizvodnja otpočela a još nije završena. Tu vrednost čine troškovi koji se uključuju u cenu koštanja. Ovde spadaju i sopstveni poluproizvodi koji će biti utrošeni za proizvodnju gotovog proizvoda.

Gotovi proizvodi predstavljaju vrednost u visini cene koštanja proizvoda nove upotrebne vrednosti. Struktura cene koštanja, naravno, zavisi od

sistema obračuna troškova. Gotovi proizvodi su namenjeni prodaji, odnosno transformaciji u novac, putem prodaje i naplate prodajne cene. Ovde spada i trgovinska roba koju je trgovinsko preduzeće nabavilo radi prodaje.

### *Prelazni oblik*

Prelazni oblik predstavlja vrednost potraživanja. Ona mogu da nastanu po osnovu prodaje gotovih proizvoda kupcu, i po osnovu davanja avansa dobavljaču ili davanja kredita.

Potraživanja po osnovu prodaje gotovih proizvoda nastaju kada se prodaja ne vrši za gotovo, odnosno kada se prodaja vrši s odloženim rokom plaćanja.

Potraživanja po osnovu datog avansa nastaju kada se dobavljaču roba plati unapred, a potraživanja po osnovu kredita nastaju kada se bilo kom licu da kredit.

Prelazni oblici obrtnih sredstava transformišu se u novac, ili u robu.

Potraživanja po osnovu prodatih gotovih proizvoda i po osnovu datih kredita transformišu se u novac. Pri tome, transformacija može da bude direktna ili indirektna. Direktna transformacija vrši se kad dužnik obavezu prema poveriocu izmiruje putem doznake novca. Indirektna transformacija vrši se kad dužnik obavezu prema poveriocu izmiruje davanjem vrednosne hartije (ček, menica i dr.) a poverilac pretvara ove hartije u novac putem njihove naplate od trasanta ili trasata u momentu dospeća ili putem eksontovanja pre njihovog dospeća za naplatu.

Potraživanja po osnovu unapred plaćene robe transformišu se u robu putem isporuke ugovorene robe od strane dobavljača.

3. Prema **angažovanju u procesu reprodukcije** obrtna sredstva se dele na:

- obrtna sredstva u sferi proizvodnje, i
- obrtna sredstva u sferi prometa.

Obrtna sredstva u sferi proizvodnje obuhvataju sirovine, pomoćni materijali, gorivo, mazivo, sitan inventar, nedovršena proizvoda i dr. U obrtna sredstva u sferi prometa spadaju materijal, odnosno predmeti rada na putu, gotovi proizvodi, prodata a nenaplaćena roba, novac i dr.

4. Prema **izvorima** iz kojih potiču obrtna sredstva se dele na sopstvena i tuđa. Razlikuju se statička i dinamička analiza obrtnih sredstava. Statičkom analizom obrtnih sredstava ispituje se: 1) da li je obim angažovanih obrtnih sredstava u skladu s minimumom, i 2) zašto dolazi do odstupanja stvarno angažovanih obrtnih sredstava od minimuma.<sup>73</sup> Dinamička analiza istražuje brzinu obrtanja i promenu brzine obrta ukupnih obrtnih sredstava i svakog njihovog pojavnog oblika, uzroke promene brzine obrtanja i promenu strukture obrtnih sredstava. Za ispitivanje imovinskog položaja preduzeća, naravno, znatno su važniji i osetljiviji aspekti dinamičke analize obrtnih sredstava.

Sistem obrta, kome oni pripadaju, od naročitog je značaja za dinamiku bilansa. On omogućava sagledavanje brzine kojom se pojedini delovi imovine u preduzeću obrću pri izvršenju njegovih zadataka, koliko su vremena pojedini delovi imovine prosečno vezani u određenom obliku, kako obrt pojedinih delova bilansa utiče na ukupnost sredstava i kakve su posledice ubrzanja ili usporavanja, odnosno prestanka obrta jednog dela imovine na celinu.<sup>74</sup>

Brzina obrtanja ukupne obrtne imovine (odnosno, nekog od njenih delova) meri se ili koeficijentom obrta ili vremenom trajanja obrta izraženog brojem dana.

Da bi se brzina obrtanja utvrdila, neophodna su dve veličine:

- učinak ili efekat, i
- obim ili masa ukupnih obrtnih sredstava (odnosno, nekog dela obrtne imovine).

U probleme utvrđivanja učinka (efekta), pa i sume (mase) obrtnih sredstava mi se ovom prilikom nećemo upuštati.<sup>75</sup> Prihvaćemo kao efekat veličinu koja predstavlja ukupne prihode (odnosno, prihode od prodaje, kao što smo već više puta konstatovali). U tom smislu, obrt ovog dela imovine možemo predstaviti analogno koeficijentu obrta osnovnih sredstava

---

<sup>73</sup> Rodić, J., (1990) *Teorija i analiza bilansa*, Beograd, str. 210 i dalje

<sup>74</sup> Vasiljević, K., (1962) *Teorija i analiza bilansa*, Savremena administracija, Beograd, str. 146

<sup>75</sup> Videti detaljnije Bukvić, R., (2009) *Analiza poslovanja preduzeća*, Megatrend Univerzitet, Beograd, str. 218 i dalje

$$koobs = \frac{\text{prihod od prodaje}}{\text{obrtna sredstva}},$$

a isti oblik imao bi i koeficijent obrta pojedinih delova obrtne imovine.

Za razliku od drugih delova obrtne imovine koeficijent obrta zaliha izračunava se kao količnik rashoda i zaliha:

$$koz = \frac{\text{rashodi}}{\text{zalihe}},$$

koji pokazuje koliko se puta obrnu zalihe u toku godine, odnosno koliko dana iznosi prosečno vezivanje zaliha.

Kao što smo istakli, koeficijent obrtanja potraživanja (kao i drugih delova obrtnih sredstava) izračunava se kao odnos prihoda (od prodaje) i tog dela imovine:

$$kop = \frac{\text{prihodi}}{\text{potraživanja}},$$

a na osnovu ovog koeficijenta može se zatim izračunati i prosečan period naplaćivanja

$$ppn = \frac{365(360)}{kop},$$

gde se broj dana u godini (365 ili 366) može prihvatiti po određenoj konvenciji, ili prema određenim standardima.

### **3.1.5. Analiza finansijskog položaja**

Finansijski položaj preduzeća određen je stanjem finansijske ravnoteže, zaduženošću, solventnošću, održavanjem realne vrednosti kapitala i reprodukcijom sposobnošću. On se može oceniti kao dobar, prihvatljiv i loš.

Dobar finansijski položaj ima preduzeće kada:

- Finansijska ravnoteža obezbeđuje sigurnost u održavanju likvidnosti;
- Zaduzenost je takva da obezbeđuje punu nezavisnost preduzeća i sigurnost njegovih poverilaca;
- Solventnost;
- Uvećavanje sopstvenog kapitala i
- Finansiranje proste i dela proširene reprodukcije iz sopstvenih sredstava.

**Prihvatljiv finansijski položaj:**

- Finansijska ravnoteža omogućava održavanje likvidnosti (bez sigurnosti);
- Zaduzenost je takva da obezbeđuje relativnu nezavisnost društva i relativnu sigurnost njegovih poverilaca;
- Solventnost;
- Održavanje realne vrednosti sopstvenog kapitala i
- Finansiranje proste reprodukcije iz sopstvenih sredstava.

**Loš finansijski položaj:**

- Finansijska ravnoteža ne omogućava održavanje likvidnosti;
- Zaduzenost ne obezbeđuje nezavisnost društva i sigurnost njegovih poverilaca;
- Solventnost je kritična;
- Nema uvećavanja sopstvenog kapitala i
- Ne postoje uslovi za finansiranje proste reprodukcije iz sopstvenih sredstava.
- Vremensko i prostorno upoređivanje finansijskog položaja i upoređivanje sa konkurencijom.

Osnovne elemente za ocenu finansijskog položaja preduzeća u osnovi dali smo u prethodnom tekstu. Ovde je potrebno još nešto reći o likvidnosti i solventnosti preduzeća.

Likvidnost se opredeljuje kao sposobnost preduzeća (ili, možemo reći – uopšte bilo kog dužnika) da izmiri svoje dospеле obaveze. Shodno tome, ona se izražava kao odnos (količnik) između raspoloživih sredstava preduzeća



kojima se mogu podmirivati dospele obaveze i samih tih obaveza. Dok je rentabilnost, kao primarni zahtev vlasnika kapitala, indukovana iznutra, od samih vlasnika, zahtev za likvidnošću dolazi spolja, sa tržišta.

Da bi preduzeće bilo smatrano likvidnim potrebno je:

- (1) da preduzeće raspolaže određenom količinom tekućih platnih sredstava (gotovina i potraživanja na računu kod banaka) koja je dovoljna za podmirenje dospelih obaveza;
- (2) da je imovina preduzeća veća od dugovanja i da tu imovinu lako i brzo može da pretvori u platna sredstva za podmirivanje dugova.

Shodno navedenom, likvidnost se može interpretirati kao sposobnost raznih oblika imovine (sredstava) preduzeća da se pretvore u likvidna sredstva. Ta sposobnost, očigledno, različita je za pojedine oblike imovine, ona zavisi od broja faza kroz koje ti različiti oblici imovine moraju da prođu da bi bili pretvoreni u novčani oblik, zatim od vremena koje je potrebno da se pojedini delovi imovine pretvore u novac, kao i najzad od stepena sigurnosti da će se pojedini delovi imovine pretvoriti u novac. Jasno je da potpuno razumevanje likvidnosti preduzeća zahteva da se stanje likvidnosti imovinskih delova preduzeća upoređuje s obavezama preduzeća, a one imaju svoju potpuno nezavisnu dinamiku dospevanja.

Likvidnost <sup>76</sup> preduzeća najčešće se određuje pomoću standardnih koeficijenata zasnovanih na veličinama iz bilansa stanja. Prikazaćemo ih u nastavku.

Koeficijent tekuće likvidnosti definiše se kao odnos obrtne imovine (obrtnih sredstava), uključujući u njih i aktivna vremenska razgraničenja <sup>77</sup>, i kratkoročnih obaveza preduzeća:

$$KTL = \frac{\text{obrtna sredstva}}{\text{kratkoročne obaveze}}$$

Smatra se da koeficijent tekuće likvidnosti više predstavlja trend nego apsolutnu vrednost koja bi mogla da pruži najznačajnije informacije o

---

<sup>76</sup> Slobodan, V., Snežana, C., Danica, P., (2014) *Doprinos interne revizije rašavanju problema rizika izmirenja kratkoročnih obaveza*, Poslovna ekonomija, Časopis za poslovnu ekonomiju, preduzetništvo i finansije, godina VIII br I vol. XIV, izdavač: Univerzitet Educons, Fakultet poslovne ekonomije

<sup>77</sup> Uključivanje u računicu aktivnih vremenskih razgraničenja ima opravdanja, ali i nije nužno, pogotovu ako ta pozicija ne sadrži samo kratkoročna razgraničenja.

likvidnosti. Kao njegov veliki nedostatak ističe se, tako, da ne pravi razliku između različitih tipova obrtnih sredstava, među kojima postoji velika razlika u pogledu likvidnosti, odnosno mogućnosti unovčavanja. S obzirom da, kako je već istaknuto, dugoročni izvori treba da budu korišćeni i za finansiranje kratkoročne imovine (konkretno, tzv. gvozdениh zaliha), jasno je da koeficijent tekuće likvidnosti privrednog subjekta treba da ima vrednost veću od jedan.

Koeficijent ubrzane ili redukovane, odnosno rigorozne likvidnosti definiše se kao odnos brzo unovčive aktive (dakle, obrtnih sredstava umanjениh za zalihe, kao najmanje likvidnog dela obrtne imovine) i kratkoročnih obaveza preduzeća:

$$KRL = \frac{\text{obrtna sredstva} - \text{zalihe}}{\text{kratkoročne obaveze}}.$$

Koeficijent tekuće likvidnosti, kao odnos globalnih veličina (ukupnih obrtnih sredstava i ukupnih kratkoročnih obaveza) predstavlja svakako dosta grubu meru tekuće likvidnosti, i pokazuje stepen sigurnosti kojim su zaštićeni interesi kratkoročnih poverilaca. U tom smislu koeficijent ubrzane likvidnosti, kao odnos likvidnih sredstava i kratkoročnih obaveza, predstavlja znatno oštrij test tekuće likvidnosti preduzeća, i stoga i njen kvalitetniji pokazatelj. Ipak, o nekoj standardnoj vrednosti tekućeg koeficijenta likvidnosti, koja bi mogla da služi kao nekakav reper za poređenja i analize, ne postoje usaglašeni stavovi<sup>78</sup>, ali se kao takva vrednost neretko navodi dva (2). Za koeficijent ubrzane likvidnosti, pak, smatra se da treba da ima vrednost 1 ili više od 1.

Pored prethodno navedenog pokazatelja, kao alternativni pokazatelj rigorozne likvidnosti može se koristiti i pokazatelj koji bi se dobio kada bi se od obrtnih sredstava odbile ne samo zalihe već i unapred plaćeni troškovi (plaćeni, ili dati avansi), što bi bio korektniji izraz likvidnosti:

$$KRL^* = \frac{\text{obrtna sredstva} - \text{zalihe} - \text{avansi}}{\text{kratkoročne obaveze}}.$$

---

<sup>78</sup> U Leksikonu računovodstva i poslovnih finansija tako piše da „kako u teoriji, tako i u praksi, nije utvrđen odnos između pomenutih veličina koji bi imao opštevažeći karakter“, što „otežava analitičku interpretaciju ovog racia i zahteva posebnu opreznost u izvlačenju zaključaka o tekućoj likvidnosti“

Naravno, likvidnost kao složen fenomen može i mora biti izražavana i analizirana i na mnogo drugih načina.

U neposrednoj vezi s likvidnošću je i solventnost preduzeća. Ona se često definiše kao likvidnost na dugi rok. Ipak, između likvidnosti i solventnosti ne postoji uzajamnost, odnosno bilo kakva veza koja bi ukazivala na korelaciju ili pak uzročnost. Preduzeće može biti likvidno, može da ispunjava svoje kratkoročne obaveze o roku dospeća, a da ipak ne bude u stanju da izmiri svoje ukupne obaveze. Naravno, uzrok takve situacije krije se u dugoročnim obavezama.

Solventnost se često analizira pomoću finansijskih pokazatelja (ratio brojeva), iako oni u literaturi nisu jednoobrazno definisani. Među najčešće korišćene indikatore spadaju koeficijenti pokrića imovine: koeficijent pokrića stalne imovine sopstvenim kapitalom, koeficijent pokrića stalne imovine i zaliha sopstvenim kapitalom i dugoročnim obavezama, koeficijent pokrića zaliha neto obrtnim fondom i koeficijent pokrića obrtne imovine neto obrtnim fondom.

## ***3.2. Savremeni modeli ocene boniteta preduzeća***

Situacije koje ugrožavaju poslovanje preduzeća, prema iskustvu praktičara uobičajeno prethodno traju od jedne do dve godine a u Srbiji mnogo duže. Postoje brojni modeli i testovi analize finansijskog stanja, predviđanja krize u poslovanju i bankrota preduzeća. Oni omogućavaju jednostavnu i brzu procenu finansijskog stanja i moguće krize u poslovanju.

### **3.2.1. Z score model**

Ukoliko preduzeće dođe u situaciju finansijske slabosti, ona se vezuje za neuspeh u poslovanju i, povrede prava i obaveza u ispunjavanju kako tekućih obaveza, tako i onih koje dolaze. Povrede obaveza, predstavljaju blagovremeno neplaćanje kamata i glavnica, druge povrede kao što su kršenje restriktivnih ugovornih odredbi i, formalne, pokretanje stečajnog postupka.

Povrede u ispunjenju tekućih obaveza aktiviraju rizik stečaja koji se prethodno uglavnom ogleda u sledećem:

- Aktiviranje sredstava obezbeđenja, menica, hipoteka ili zaloga pokretnih stvari i drugih sredstava obezbeđenja,
- Promene u rukovodstvu preduzeća,
- Blokada računa dužnika itd.

Lica zainteresovana za poslovanje preduzeća, zainteresovana su da budu upozoreni pre nego što preduzeće postane finansijski uzdrmano a naročito pre nego što pokrene postupak stečaja, odnosno propadne. Oni rizikuju velike gubitke i moraju uložiti dosta truda, nakon čega može da im se dogodi neugodno iznenađenje, kao npr:

- Nemogućnost realizacije potraživanja, prispelih ili nedospelih;
- Neizvršenje garantnih usluga;
- Restruktuiranje duga zbog neprilika i usled toga umanjeње visine njihovih potraživanja, prolongiranje rokova naplate potraživanja, nemogućnost uticaja na odluke oko visine naplate potraživanja i rokova realizacije;
- Izvršenje formalnog zahteva za bankrot, odnosno stečaj preduzeća;
- Njihovi mogući gubici rastu kako im opada položaj u pogledu redosleda potraživanja. Čak i ukoliko se radi o formalnom zahtevu za stečaj, izdaci koje plaćaju institucije koje nastoje naplatiti nenaplaćena potraživanja, mogu iznositi od 5 do 10% duga. Gubici u bankrotu su naravno i veći. Altmanov model predviđanja je pokazao da ukupni troškovi stečaja iznose između 11 i 17% vrednosti preduzeća. Ti izdaci su gubici koji smanjuju imovinu, koja preostaje za naplatu potraživanja poverioca.

Altmanov model za predviđanje neuspeha privrednih subjekata je jedan od najpoznatijih modela te vrste, načinio ga je Edvard Altman (1968), na osnovu višestruke diskriminacijske analize. U svom istraživanju je predvideo 97% onih koje će opstati i 94% onih koje neće. Altmanova Z - vrednost pod kojim je poznat, pojavljuje se u svim finansijskim knjigama, a koriste ga brojni analitičari deonica/akcija.

Z scor- vrednost je dobijena statističkom tehnikom višestruke diskriminacijske analize koja je slična višestrukoj regresiji, osim što za razliku od regresije koja nastoji minimizirati kvadratno odstupanje dobijenog pravca od originalnih vrijednosti, diskriminacijska analiza nastoji naći funkciju koja minimizira kvadratnu grešku unutar svake grupe

(bankrotirane i nebankrotirane kompanije) dok istovremeno maksimizira razlike među grupama.

Edvard Altman je 1968. godine sproveo prvo u praksi multivarijantno istraživanje odnosa finansijskih pokazatelja i verovatnosti nastupanja stečaja. Na osnovu tog istraživanja nastao je model nazvan Altmanov Z - score model. Taj model predstavlja sintetički pokazatelj koji predviđa stečaj preduzeća u roku od jedne do dve godine. Prilikom istraživanja Altman je koristio parove preduzeća, za svako društvo u stečaju tražio je slično društvo koje nije u finansijskim teškoćama, odnosno koje je uspešno. Koristio je uzorak u trideset tri preduzeća u stečaju i isto toliko preduzeća koja nisu u finansijskim teškoćama, dakle, istraživanjem je bilo obuhvaćeno ukupno šezdeset šest preduzeća. Posmatrani period se odnosio na period počev od 1946. godine, do 1965. godine i uključivao je preduzeća koja su imala vrednost imovine počev od jedan pa do dvadeset pet miliona američkih dolara (USD). Pošto je definisao preduzeća nad kojima će sprovesti istraživanje, odabrao je dvadeset dva najprikladnija finansijska pokazatelja na osnovu kojih je moguće predvideti bankrot preduzeća i grupisao ih u pet oblasti<sup>79</sup>:

- Likvidnost,
- Solventnost,
- Rentabilnost,
- Finansijska osnova preduzeća i
- Opšta privredna aktivnost.

Konačna verzija diskriminantne funkcije je sledeća:

$$Z = 1.2X(1) + 1.4X(2) + 3.3X(3) + 0,6X(4) + 1.0X(5)$$

Z = ukupni indeks

X(1) = ukupni kapital/ukupna imovina

X(2) = zadržana dobit/ukupna imovina

X(3) = dobit pre kamata i poreza/ukupna imovina

X(4) = tržišna vrednost imovine/ukupni dug i

X(5) = prodaja /ukupna imovina

Finansijski opseg X(1) sadrži radni kapital koji predstavlja razliku između kratkoročne imovine i kratkoročnih obaveza. Istraživanja su pokazala da

---

<sup>79</sup> Altman E. I. (1968): *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*, The Journal of Finance, Vol. 23. No 4. Str. 591-596.

kod preduzeća u finansijskim problemima opada udeo kratkoročne imovine u ukupnoj imovini preduzeća.<sup>80</sup>

Finansijski pokazatelj X(2) sadrži zadržanu dobit privrednog subjekta koja predstavlja profite iz ranijeg perioda, a koja nisu bila isplaćena akcionarima, odnsono članovima društva putem dividende/dobiti. Zadržana dobit predstavlja vrlo bitan izvor finansiranja rasta preduzeća jer ne stvara nove obaveze i troškove finansiranja.

Finansijski opseg X(3) pokazuje rentabilnost ukupne imovine, nezavisno o stepenu finansijske osnove. Radi se o jednom od najboljih pokazatelja rentabilnosti za utvrđivanje uslova stečaja preduzeća. Stečaj se po pravilu pojavljuje kada su ukupne obaveze preduzeća veće od vrednosti njegove imovine.

Finansijski pokazatelj X(4) pokazuje koliko sredstva preduzeća gube na svojoj vrednosti pre nego što obaveze premaše vrednost imovine i preduzeće postane insolventno.

Finansijski pokazatelj X(5) pokazuje sposobnost preduzeća tako što prikazuje koliko se prihoda stvara upotrebom imovine koju ima privredni subjekt.

Prema modelu preduzeća koja imaju Z – score manji od 1,81 prema Altmanu gotovo uvek bankrotiraju. To su preduzeća koja se nalaze u „bolesnoj” zoni. Preduzeća koja imaju Z – score iznad 2,99 su finansijski jaka i imaju zdravo poslovanje tako da se nalaze u „sigurnoj” zoni poslovanja. To su tačke razgraničenja.

Preduzeća čiji se dobijeni Z – Score nalazi između 1,81 i 2,99 predstavljaju „sivu” zonu, odnosno zonu neznanja i neodređenosti, tako da mogu ići u oba smera, mogu postati finansijski snažna ali mogu i bankrotirati, što zavisi od sposobnosti nadležnih organa da procene kretanje poslovanja privrednog subjekta.

Preduzeća čijim kapitalom (akcijama, odnosno deonicama vlasnika kapitala) se ne trguje javnoma organizovanom tržištu nisu pogodna za vrednovanje korištenjem originalnog Altmanovog modela, pošto za njih ne postoji informacija za varijablu X4.

---

<sup>80</sup> Markovic I. (2010) *Finansijsko restrukturiranje i sanacija preduzeća*, Zagreb, RRIF, Str. 77.

Da bi se ovo rešilo ponovo je procenjen model i izračunat  $Z'$  koji uključuje samo varijable koje stoje na raspolaganju za kompanije kojima se javno ne trguje.

$$Z' = (0,711X1) + (0,847X2) + (3,107X3) + (0,42X4) + (0,998X5)$$

Gde su  $X1$ ,  $X2$ ,  $X3$ , i  $X5$  iste kao i prethodno, a  $X4$  se definiše kao:

$X4 = \text{Neto vrednost privrednog subjekta (knjigovodstvena vrednost glavnice)/ukupne obaveze}$

Tačke razdvajanja sada su:

Gornja granica ovog  $Z'$  – scora iznosi 2,90 što znači da su preduzeća iznad te granica finansijski uspešna, dok donja granica  $Z'$  – scora iznosi 1,23 i ukazuje da su preduzeća ispod te granice u realnoj opasnosti da bankrotiraju i završe u stečaju.

Vrednost  $Z'$  – scora između 1,23 i 2,90 interpretira se na način da se preduzeća nalaze u takozvanoj „sivoj” zoni i za preduzeća se očekuju poteškoće u poslovanju za najviše dve godine. Kompanije u sredini ove zone su u zoni neznanja.

Drugu korekciju osnovnog modela Altman je proveo zbog delatnosti privrednog subjekta. Dizajnirao je novi model u kojem je izbacio varijablu  $X5$ , zbog uticaja delatnosti koju obavlja preduzeće na obrt imovine. Varijablu  $X4$  je vratio na originalne postavke, dodao je i konstantu 3,25 kako bi  $Z''$  faktor za preduzeća u stečaju iznosio 0. Na taj način je dobio sledeću jednačinu:

$$Z'' = 3,25 + 6,56X1 + 3,26X2 + 6,72X3 + 1,05X4$$

Vrednosti donje i gornje granice su 4,35 i 5.85 te se interpretiraju kao i osnovni model.

### **3.2.2. Zmijewski model**

Zmijewski model čijom primenom se može predvideti stečaj preduzeća razvijen je 1984. godine. U svom istraživanju usključuje pokazatelje koji mere uspešnost poslovanja, zaduženost i likvidnost preduzeća. Zmijewski

model se zasniva na istraživanju osam stotina preduzeća koja pripadaju grupi finansijski stabilnih preduzeća i četrdeset preduzeća čije se poslovanje završilo stečajem.

Osnovna formula modela glasi

$$X = -4,3 - 4,5X(1) + 5,7X(2) - 0,004X(3)$$

gde su varijable sledeće:

X(1) = neto dobit/ukupna imovina

X(2) = ukupni dug/ukupna imovina

X(3) = kratkotrajna imovina/kratkotrajne obaveze.

Odluka se donosi izračunavanjem verovatnosti za postizanje statusa neispunjavanja obaveza na sledeći način:

$$\text{Verovatnost stečaja} = 1/(1+\exp(-Z_{\text{mijevski score}}))$$

Ukoliko je dobijena vrednost veća od 0,5 u tom slučaju postoji velika verovatnoća da preduzeće ode u stečaj.

### **3.2.3. Springate model**

Springate model se takođe koristi za predviđanje bankrota preduzeća. Razvijen je 1978. godine, po uzoru na Altmanov model, tako da je prilagođen kanadskim tržišnim uslovima privređivanja. Model je veoma značajan za investitore, kreditore i vlasnike preduzeća jer obezbeđuje informacije o tome, kolika je verovatnost da se nad preduzećem otvori stečajni postupak. U početku se smatralo da model procenjuje finansijsko stanje preduzeća sa 92,5% sigurnosti, ali kasnijim testiranjem ovog modela došlo se do saznanja da se sigurnost procene smanjila na procenat između 83 i 88%.

Springate model glasi:

$$Z = 1,03X(1) + 3,07X(2) + 0,66X(3) + 0,4X(4)$$

Varijable u modelu su:

X(1) = obrtni kapital/ukupna imovina

X(2) = dobit pre kamate i poreza/ ukupna imovina



X(3) = dobit pre poreza/kratkoročne obaveze

X(4) = prihodi od prodaje/ukupna imovina

Rezultat manji od 0,862 ukazuje da postoji velika verovatnoća otvaranja stečaja nad posmatranim preduzeća.



## **4. RESTRUKTURIRANJE UPPRom U FUNKCIJI SANIRANJA PREDUZEĆA I ODRŽAVANJA STALNOSTI POSLOVANJA**

### ***4.1. Osnovne odrednice o restrukturiranju***

Današnje društvo, privredno okruženje u svim delovima sveta i same kompanije nalaze se pod uticajem kontinuiranih promena i turbulencija. Reorganizacija i druge velike promene su veoma česte u pokušajima da kompanije rastu do enormnih razmera, na lokalnom nivou, prekogranično i interkontinentalno ili, nasuprot ekspanziji, da posluju i opstanu na duži period.

Cilj reorganizacije je smanjenje ukupne opterećenosti dugovima, kako bi se pomoglo poslovno i finansijsko ozdravljenje, odnosno rehabilitacija preduzeća i namirenje potraživanja poverilaca.

Veoma često se umesto reorganizacija privrednih subjekata koriste izrazi „restruktuiranje, preuređenje” i drugi. Kod nas je uobičajen izraz reorganizacija ili restrukturiranje. Ideja o restrukturiranju dužnika nastala je davno, pre više od sto godina, tačnije krajem devetnaestog veka i tridesetih godina prošlog veka, usled velike depresije u svetu. Umesto prestanka postojanja dužnika, odnosno stečaja dužnika kao odgovora na loše ekonomske prilike privrednog subjekta, javila se ideja reorganizacije stečajnog dužnika koji bi pod određenim uslovima, ispunio dva kumulativna uslova, a to su: nastavak poslovanja dužnika i najpovoljnija isplata potraživanja poverilaca.

Reorganizacijom, koja uključuje i reorganizaciju u vezi sa propisima koji uređuju stečajni postupak danas se bave mnoge međunarodne organizacije, konsultantske kuće, naučnici i praktičari, a postoji i veliki broj teorijskih rasprava na tu temu u svetu, dok je u Republici Srbiji ova materija još uvek neistražena. Reorganizacija se najčešće koristi da bi se opisao pokušaj da se spreči bankrotstvo tj. likvidacija privrednog subjekta, koje je postalo insolventno i koje ne može da izvršava svoje dospеле obaveze i obaveze koje pristižu. Da li je privredni subjekat u insolventnom stanju ne određuje se po istim kriterijumima u zakonodavstvu različitih država. Međunarodne institucije koje se bave pravom u trgovini i, samim tim stečajnom regulativom, nemaju jasan i ujednačen stav koji su pokazatelji insolventnosti najprimereniji za praktičnu primenu. Kao primer, navode se:

test bilansa stanja (balance sheet test) gde se u obzir uzima odnos ukupne vrednosti pasive i srednje tržišne vrednosti aktive, zatim cash-flow test, kao i mogućnost utvđivanja postojanja potencijalne (prospective) insolventnosti preduzeća.

Gotovo najveći doprinos u ovoj materiji, institucionalizaciji ovog instrumenta, stečajne i uopšte ekonomske politike, dao je Bankruptcy Reform Act usvojen 1978. godine, sa kasnijim izmenama koje su ustvari predstavljale prilagođavanje potrebama dva unapred navedena cilja, u Sjedinjenim Američkim Državama. Poglavlje broj 11. ovog zakona reguliše postupak reorganizacije kao ravnopravan postupku stečajne likvidacije koji je regulisan u poglavlju broj 7.<sup>81</sup> Ovaj zakonski akt dao je impuls i primeni i pravnom regulisanju reorganizacije u privrednim sistemima najvećeg broja zemalja, jer se uvidelo da postupak reorganizacije najviše pogoduje svim licima zainteresovanim za poslovanje privrednog subjekta u finansijskim teškoćama.

U prethodnih nekoliko godina, restrukturiranje preduzeća postaje interesntna tema i u Republici Srbiji, ali izgleda da je mali broj privrednih društava shvatio značaj i prednosti primene dobrih pravila restrukturiranja, koja se u našoj praksi, često uvode pro forme i površno i, u najvećem broju slučajeva samo kao promotivna aktivnost a ne kao sredstvo koje omogućava društvu da zaista sanira svoj položaj, stekne poverenje svojih vlasnika, akcionara, smanji izloženost svog poslovanja riziku eksterne prirode, poveća investicionu privlačnost i obezbedi lakši i povoljniji pristup kapitalu privrednog subjekta.

U suočavanju sa globalizacijom, hiperkompeticijom, tržišnim poremećajima i drugim promenama okruženja koje se ubrzavaju firme nastoje da pronađu efektivne kompetitivne odgovore kako bi opstale i nadjačale svoje rivale. Skup svih diskontinuelnih odlučnih mera koje firme preduzimaju u cilju povećanja kompetitivnosti i povećanja njihove vrednosti označava se kao restrukturiranje preduzeća<sup>82</sup>.

Radi se o multidimenzionalnom konceptu koji se sastoji iz više aspekata. Saglasno Bowman, Singh<sup>83</sup> aktivnosti restrukturiranja se klasifikuju u tri glavne kategorije: finansijsko restrukturiranje, organizaciono

---

<sup>81</sup> Bankruptcy reform Act 1978.

<sup>82</sup> Crum, R.L., Goldberg, I. (1998). *Restructuring and Managing the Enterprise in Transition*. The International Bank for Reconstruction, Washington.

<sup>83</sup> Bowman, E.H., Singh H. (1999). *When does restructuring improve performance?* California Management Review, Winter, 41(2), 34-54.

restrukturiranje i portfolio restrukturiranje privrednog subjekta. Finansijsko restrukturiranje se odnosi na značajne promene u u strukturi kapitala firme uključujući leveridž otkup (leveraged buyout - LBO), dokapitalizacije visokim nivoom dugova u cilju distribucije gotovine akcionarima (leveraged recapitalizations – RL) i zamene spostvenog kapitala dugovima (debt/equity swaps). Portfolijo restrukturiranje obuhvata dezinvestiranje postojećih sredstava (kontrakcija), sticanje novih sredstava (ekspanzija) i njihovu kombinaciju. Dezinvestiranje se odnosi na transakcije prodaje i transkcije odvajanja delova preduzeća u cilju izoštravanja fokusa, izmeštanje jedinica koje su periferne za jezgro poslovanja i u cilju pribavljanja dodatnog kapitala<sup>84</sup>.

Prema Bowman, Singh<sup>85</sup> organizaciono restrukturiranje predstavlja značajne promene u organizacionoj strukturi preduzeća uključujući ponovno povlačenje granica divizija, poravnanje hijerarhijskih nivoa, širenje raspona kontrole, smanjenje proizvodne diverzifikacije, reviziju kompenzacionog sistema, podešavanje procesa i poboljšanje upravljanja. Smanjenje organizacije je često proizvod takvih napora međutim to može biti postavljeno i kao jedan od ciljeva. Saglasno ovoj definiciji organizaciono restrukturiranje se odnosi na obuhvatne promene organizacione strukture, implicirajući i promene drugih komponenti organizacije.

Okruženje u kome posluje preduzeća vrši jak pritisak na organizacije da sprovedu organizaciono restrukturiranje, saglasno Zajac, Kra<sup>86</sup> organizaciono restrukturiranje predstavlja predvidiv odgovor organizacije na radikalne promene okruženja. Prema Bowman, Singh<sup>87</sup> usled delovanja okruženja organizaciono restrukturiranje je česta organizaciona promena za koju se poslovni entiteti opredeljuju u cilju povećanja efektivnosti i efikasnosti, većeg tržišnog učešća i rasta profita. Suočavajući se sa kompetitivnim tržištem i većim zahtevima za kontrolu troškova kompanije preduzimaju značajan daunsajzing, reorganizuju njihove divizije, poboljšavaju operacije i zatvaraju neprofitabilne divizije. Organizacije u

---

<sup>84</sup> Rajnovic Lj., Subić J., Zakić N., (2016) Organizaciono i finansijsko restrukturiranje privrednih društava u funkciji poboljšanja privrednog ambijenta u Republici Srbiji, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.

<sup>85</sup> Bowman, E.H., Singh H. (1999). *When does restructuring improve performance?* California Management Review, Winter, 41(2), 34-54.

<sup>86</sup> Zajac, E. J., Kraaty, M. S. (1993). *A diametric forces model of strategic change: Assessing the antecedents and consequences of restructuring in the higher education industry.* Strategic Management Journal, 14(S1), 83-102.

<sup>87</sup> Bowman, E. H., Singh H. (1993). *Corporate restructuring: Reconfiguring the firm.* Strategic Management Journal, 14(S1), 5-14.

nevolji često pripisuju takvu situaciji neefikasnim procesima i preteranoj birokratiji i kao lek za ove neefikasnosti nastoje da sprovedu restrukturiranje da povećaju produktivnost i smanje troškove<sup>88</sup>. Kombinovano sa pritiscima okruženja unutrašnji problemi u organizaciji i krize čine da se organizaciono restrukturiranje vidi kao način da porastu organizaciona efektivnost i performanse međutim organizaciono restrukturiranje nije lek za sve organizacione nevolje,<sup>89</sup> takođe ono može imati i negativne efekte i reperkusije po organizaciju i njene članove, odnosno vlasnike<sup>90</sup> ukoliko se ne sprovede na adekvatan način.

## **4.2. Oblici restrukturiranja**

Kada privredni subjekt dođe u stanje finansijske teškoće, uobičajeno se pristupa postupku reorganizacije poslovanja, odnosno reorganizaciji celokupnog preduzeća, dva su moguća ishoda ovakvog reorganizovanja, preduzeće ili uspeva da se reorganizuje i nastavi poslovni život, ili u slučaju neuspeha odlazi u stečaj, što se završava prestankom postojanja privrednog subjekta.

Restrukturiranje ima za cilj smanjenje ukupne opterećenosti dugovima, kako bi se pomoglo poslovno i finansijsko ozdravljenje preduzeća i najpovoljnije namirila potraživanja poverioca<sup>91</sup>.

Restrukturiranje podrazumeva primenu više modela, odnosno oblika restrukturiranja koji se, svi ili neki od njih mogu primeniti u pojedinačnim preduzećima ili grupaciji preduzeća. Uobičajeni oblici restrukturiranja su:

### Finansijsko restrukturiranje

- koje se odnosi na značajne promene u strukturi kapitala firme uključujući leveridž otkup (leveraged buyout - LBO),

---

<sup>88</sup> Cascio, W. F. (1993). *Downsizing: What do we know? What have we learned?* Academy of Management Executive, 7(1), 95-104.

<sup>89</sup> Lin, C.-Y. (2013). *The relations among managers' perceptions about an impending change in their organization, perceptions about the change outcomes, and job outcomes in a telecommunication company in Taiwan.* University of Illinois, Urbana.

<sup>90</sup> Hannan, Freeman (1984). *Structural inertia and organizational change.* American Sociological Review, 49(3), 149-164.

<sup>91</sup> Rajnovic Lj., Subić J., Zakić N., (2016) Organizaciono i finansijsko restrukturiranje privrednih društava u funkciji poboljšanja privrednog ambijenta u Republici Srbiji, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.

dokapitalizacije visokim nivoom dugova u cilju distribucije gotovine akcionarima (leveraged recapitalizations – RL) i zamene sopstvenog kapitala dugovima (debt/equity swaps) itd.

### Poslovno restruktuiranje

- portfolio restruktuiranje podrazumeva dezinvestiranje postojećih sredstava (kontrakcija), sticanje novih sredstava (ekspanzija) i njihovu kombinaciju. Dezinvestiranje se odnosi na transakcije prodaje i transakcije odvajanja delova preduzeća u cilju izoštravanja fokusa, izmeštanje organizacionih delova, koja su periferna za jezgro poslovanja i u cilju pribavljanja dodatnog kapitala.

### Organizaciono restruktuiranje

- Prema Bowman Singh<sup>92</sup> organizaciono restruktuiranje predstavlja značajne promene u organizacionoj strukturi preduzeća uključujući ponovno povlačenje granica divizija, poravnanje hijerarhijskih nivoa, širenje raspona kontrole, smanjenje proizvodne diverzifikacije, reviziju kompenzacionog sistema, podešavanje procesa i poboljšanje upravljanja. Smanjenje organizacije je često proizvod takvih napora međutim to može biti postavljeno i kao jedan od ciljeva. U skladu sa ovom definicijom organizaciono restruktuiranje se odnosi na obuhvatne promene organizacione strukture lica na koje se primenjuje, implicirajući i promene drugih komponenti organizacije.

Privredno okruženje konstantno vrši jak uticaj na organizacije da sprovedu organizaciono restruktuiranje. Prema mišljenju stručnjaka Zajac Kraatz<sup>93</sup> organizaciono restruktuiranje je predvidiv odgovor organizacije na radikalne promene koje nastaju u okruženju i izazivaju ih spoljni faktori. Prema Bowman Singh<sup>94</sup> usled delovanja okruženja organizaciono restruktuiranje je česta organizaciona promena za koju se poslovni entiteti opredeljuju u cilju povećanja efektivnosti i efikasnosti, većeg tržišnog učešća i rasta profita preduzeća. Suočavajući se sa stalnom i rastućom

---

<sup>92</sup> Bowman, E.H., Singh H. (1999). *When does restructuring improve performance?* California Management Review, Winter, 41(2), 34-54.

<sup>93</sup> Zajac, E. J., Kraaty, M. S. (1993). *A diametric forces model of strategic change: Assessing the antecedents and consequences of restructuring in the higher education industry.* Strategic Management Journal, 14(S1), 83-102.

<sup>94</sup> Bowman, E. H., Singh H. (1993). *Corporate restructuring: Reconfiguring the firm.* Strategic Management Journal, 14(S1), 5-14.

konkurencijom na tržištu i većim zahtevima i potrebama za kontrolu troškova, kompanije preduzimaju značajan daunsajzing (smanjivanje korporacije, reorganizuju njihove divizije, poboljšavaju operacije i zatvaraju neprofitabilne divizije, odnosno pogone.

Organizacije u nevolji često pripisuju takvu situaciji neefikasnim procesima i preteranoj birokratiji i kao lek za ove neefikasnosti nastoje da sprovedu restrukturiranje da povećaju produktivnost rada i smanje troškove<sup>95</sup>. Kombinovano sa pritiscima okruženja unutrašnji problemi u organizaciji i krize čine da se organizaciono restrukturiranje prepozna kao način da porastu organizaciona efektivnost i performanse, ali organizaciono restrukturiranje nije sredstvo prevazilaženja svih organizacionih nevolja<sup>96</sup>. Takođe ono može imati i negativne efekte i reperkusije na samu organizaciju i njene članove<sup>97</sup>.

Kao veoma širok pojam, organizaciono restrukturiranje obuhvata više različitih promena uključujući reorganizacije sa ili bez ukidanja organizacionih jedinica, različite programe smanjenja organizacija, reorganizacije nakon statusnih promena i akvizicija itd. Iako je u praksi teško povući razgraničenje između različitih programa pošto ima mnogo preklapanja saglasno Probst<sup>98</sup> mogu se izdvojiti tri osnovne kategorije organizacionog restrukturiranja:

- reorganizacija,
- smanjivanje korporacije (downsizing) i
- merdžeri i akvizicije, koje kategorije svaka pojedinačno imaju svoje specifičnosti.

Organizaciono restrukturiranje podrazumeva potpunu reorganizaciju koja predstavlja strategijska promena i odnosi se na celo preduzeće ili veći, relativno autonomni organizacioni pravno samostalni ili nesamostalni deo (u velikim organizacijama i multinacionalnim kompanijama). Reorganizacije su čest odgovor organizacije na krizu. Iako nije pravilo, u

---

<sup>95</sup> Cascio, W. F. (1993). Downsizing: What do we know? What have we learned? *Academy of Management Executive*, 7(1), 95-104.

<sup>96</sup> Lin, C.-Y. (2013). The relations among managers' perceptions about an impending change in their organization, perceptions about the change outcomes, and job outcomes in a telecommunication company in Taiwan. University of Illinois, Urbana.

<sup>97</sup> Hannan, Freeman (1984). Structural inertia and organizational change. *American Sociological Review*, 49(3), 149-164.

<sup>98</sup> Probst, T. (2003). Exploring Employee Outcomes of Organizational Restructuring: A Solomon Four-Group Study. *Group & Organizational Management*, 28(3), 416-439.



praksi reorganizacije često mogu voditi smanjivanju zaposlenih usled preraspodele poslova, savršenja organizacija, šireg raspona kontrole, ukidanja organizacionih jedinica, usresređena na suštinske, *core*, poslove organizacije izmeštanjem aktivnosti u druge organizacije i brojne druge modele organizacionih promena.

Eksterno okruženje je najmoćniji pokretač za organizacione promene. Promene u eksternom okruženju vode do značajnih promena u misiji i strategiji same organizacije, kulturi i liderstvu koji su u modelu označeni kao transformacione varijable. Ove promene utiču na organizacione i individualne performanse. Transformaciona dinamika reprezentuje fundamentalne promene u ponašanju i vrednostima koje se zahtevaju za autentične promene organizacione kulture. Saglasno modelu transakcione varijable su: struktura, sistemi, menadžment prakse, klima radne sredine, zahtevi zadatka i individualne sposobnosti i individualne potrebe i vrednosti. Promene strukture, sistema i menadžment praksi deluju na klimu radne sredine, zahteve zadatka i individualne potrebe i vrednosti koje deluju na motivaciju, individualne i organizacione performanse. Burke, Litwin<sup>99</sup> postuliraju uzročne veze među varijablama pri čemu transformacione varijable imaju veći uticaj na transakcione varijable nego obrnuto.

### ***Benefiti organizacionog restrukturiranja<sup>100</sup>***

Saglasno teoriji otvorenih sistema neophodno je postojanje sklada između organizacije i njenog okruženja. Pošto se u okruženju dešavaju mnoge značajne promene organizacije se radi neprestane razmene materije i energije i postizanja sklada sa okruženjem moraju prilagođavati. Ovo prilagođavanje naziva se organizaciona adaptacija. Sve organizacije moraju da budu sposobne da se adaptiraju kako bi opstale. Adaptacija implicira promenu. Promene koje organizacije sprovode u cilju prilagođavanja okruženju su adaptivne promene.

Fundamentalni cilj organizacije je opstanak koji podupire sve druge ciljeve. Gross<sup>101</sup> opisuje ovaj podrazumevani cilj kao gvozdeni zakon opstanka, organizacioni opstanak je nepisani zakon svake organizacije, to je apsolutni preduslov za zadovoljavanje interesa njenih stejkholdera. U okruženju

---

<sup>99</sup> Burke, W. W., Litwin G. H. (1992). A causal model of organizational performance and change. *Journal of Management*, 18(3), 532-545.

<sup>100</sup> Ljiljana, R., Jonel, S. Nebojša, Z., (2016) Organizaciono i finansijsko restrukturiranje u funkciji poboljšanja privrednoig ambijenta u Republici Srbiji

<sup>101</sup> Gross, B. (1968). *Organizations and their managing*. Free Press, New York.

moгу postojati mnoge pretnje opstanku organizacija. Štaviše kako okruženje postaje sve više turbulentno, promene u okruženju se ubrzavaju i pretnje povećavaju. Sve to čini da organizacije moraju brže da se prilagođavaju okruženju i nalaze prave odgovore. Međutim mnoge organizacije imaju problem da se menjaju tempom kojim se menja okruženje i sve više kaskaju za okruženjem. Ako organizacije postaju sve više neusklađene sa okruženjem one dovode svoj opstanak u pitanje.

Organizacije se različito ponašaju u prilagođavanju na promene u okruženju. Neke organizacije su u stanju da anticipiraju promene u okruženju i daju adekvatne odgovore pre nego što se pretnja ili mogućnost pojavila<sup>102</sup>. Većina organizacija reaguje na promene u okruženju pošto su se one već pojavile, pri tome je važno i koliko je vremena proteklo od promene u okruženju do reakcije organizacije. U osnovi postoje tri pristupa koje organizacije primenjuju: anticipativni (proaktivni), reaktivni i krizni pristup.

- Anticipativni (proaktivni) pristup. Ovaj pristup znači da organizacije planiraju i sprovode akcije promene pre pojave pretnje ili mogućnosti u okruženju. Birajući ovaj pristup organizacije stalno skeniraju eksterno okruženje i svoju internu situaciju uočavajući promene u okruženju, pretnje i mogućnosti, kao i sopstvene slabosti i snage. Čineći to one su bolje u stanju da pretnje preokrenu u mogućnosti. Prema Black, Gregersen<sup>103</sup> jedino anticipativne promene istinski doprinose povećanju kompetitivnosti.
- Reaktivni pristup. Ovu opciju primenjuju organizacije koje propuštaju da anticipiraju promene u okruženju već čekaju i reaguju kada postane očigledno da je promena neizbežna. Ove organizacije su obično u stanju da prebrode promenu ali troškovi oporavka će oslabiti njihovu mogućnost da se takmiče na tržištu. Što organizacije više odugovlače da reaguju na promene u okruženju to njihova situacija može postajati teža.
- Krizni pristup. U ovom slučaju organizacije istrajavaju u odbijanju prihvatanja promene iako svi parametri pokazuju da je promena neophodna. Lideri takvih organizacija mogu biti arogantni, samozadovoljni ili jednostavno ne preduzimaju ništa. Organizacije koje propuštaju da odgovore na promene u okruženju sve do ulaska

---

<sup>102</sup> Rasmussen, L. B. (2010). *From reactive to proactive approach of interactive leadership*. Garibaldo, F., Telljohan, V. (2010). *The Ambivalent Character of Participation: New Tendencies in Worker Participation in Europe*. Peter Lang, Frankfurt am Main, 585-612.

<sup>103</sup> Black, J. S., Gregersen, B. H. (2008). *It starts with one: Changing individuals changes organizations*. Prentice Hall, Upper Saddle River.

u stanje duboke krize često gube značajno učešće na tržištu a neke ne uspevaju da prevaziđu krizu, propadaju i nestaju.

Organizacije uobičajeno primenjuju napore organizacionog restrukturiranja koristeći reaktivni i krizni pristup, mada postoji tendencija da organizacije sprovode programe restrukturiranja anticipirajući promene u okruženju. Reaktivni i naročito krizni pristup zahtevaju znatno veće troškove promene. Tako krizne promene mogu uključiti veliko smanjenje radne snage, zatvaranje pogona ili delova kompanije i mogu dovesti do gubitka reputacije preduzeća.

U literaturi je organizaciono restrukturiranje često kritikovano uz navođenje da ne ostvaruje očekivane koristi, ili da su te koristi samo kratkoročne. Naročito programi daunsajzinga čiji je primarni cilj redukcija radne snage su predmet kritičkih studija usled negativnih konsekvenci po same organizacije i šire po društvo ukoliko se takvi programi masovno primenjuju po organizacijama.

Neke studije ukazuju da firme sprovode daunsajzing da smanje troškove i poboljšaju finansijske performanse pod pretpostavkom da će profitabilnost rasti sa manje zaposlenih (Cascio i saradnici<sup>104</sup>, McKinley i saradnici<sup>105</sup>). Druga istraživanja izveštavaju da su efekti redukcije radne snage na profitabilnost ustvari nepostojeći ili negativni, ističući da kompanije koje sprovode programe downsizing pokazuju lošije finansijske rezultate i da downsizing nije efektivan (Vanderheiden i saradnici<sup>106</sup>, Macky<sup>107</sup>). Saglasno Gandolfi<sup>108</sup> većina firmi koje su sprovodile ovu meru reorganizacije nisu bile sposobne da dostignu željene nivoe efikasnosti, efektivnosti i profitabilnosti.

---

<sup>104</sup> Cascio, W. F., Young C. E., Morris J. R. (1998). *Learning from Outcomes: Financial experiences of 311 Firms that have Downsized*. Gowing, M. K., Kraft J. D., Quick, J. C. (Eds.). The New Organizational Reality. Downsizing, Restructuring and Revitalization. American Psychological Association, Washington.

<sup>105</sup> McKinley W., Zhao J., Rust K. A. (2000). *A sociocognitive interpretation of downsizing*. Academy of Management Review, 25, 227-243.

<sup>106</sup> Vanderheiden, P. A., De Meuse K. P., Bergmann Bergmann, T. J. (1999). *Response to Haar's comment-and the beat goes on: Corporate downsizing in the twenty-first century*. Human Resource Management, 38(3), 261-267.

<sup>107</sup> Macky, K. (2004). *Organizational downsizing and redundancies: The New Zealand workers' experience*. New Zealand Journal of Employment relations, 29(1), 63-87.

<sup>108</sup> Gandolfi, F. (2009). *Where did downsizing go? A review of 30 years of a strategic business phenomenon*. The Australasian Journal of Business and Social Inquiry, 7(1), 40-65.

Znatan broj literature takođe podvlači negativne aspekte daunsajzinga naročito po pitanju ljudskog faktora, kao što su stres zaposlenih, osećaji krivice i negativnih stavova onih koji su opstali u organizaciji, nezadovoljstvo i otpor koji mogu snažno ometati kompetitivnost, opadanje morala, gubitak važnog znanja i talenata i dr. (Brockner<sup>109</sup>, Cascio<sup>110</sup>, Cameron<sup>111</sup>).

Iako ova slika downsizinga i drugih poduhvata organizacionog restrukturiranja ne izgleda svetla potrebno je istaći da često i drugi programi organizacionih promena ne ostvaruju očekivane benefite, samo su manje u fokusu kritičkih istraživača, i više se ističu dobre strane tih programa zasnovano na (ograničenim) pozitivnim studijama slučaja. Štaviše ekstenzivna istraživačka evidencija znatno doprinosi učenju čineći da se detaljno sagledaju pozitivne i negativne strane mnogih programa organizacionog restrukturiranja, šta dobro radi, šta ne radi i zašto, na bazi čega se mogu osmisliti bolji programi koji se sa više uspeha mogu primenjivati po organizacijama.

Veoma važan benefit organizacionog restrukturiranja u uslovima krize je svakako opstanak organizacije i stvaranje osnove za revitalizaciju i regeneraciju preduzeća. Prilikom primene reaktivnog pristupa organizacije moraju prvo da reše probleme sa kojima se suočavaju da bi stvorile potencijal za ostvarivanje rasta i napretka. Međutim umesto pukog kresanja troškova putem redukcije radne snage i orijentacije na kratkoročne mere ključni izazov je integrisati napore organizacionog restrukturiranja kreirajući uverljivu i dostižnu viziju, razumljivu svim stejkholderima, koja razjašnjava kako će zahtevi promene revitalizovati firmu, osiguravajući da se nosi sa promenama u okruženju i stvarajući ili ponovo uspostavljajući kompetitivnu prednost. Vizija takođe treba da ojača poverenje zaposlenih u glavne menadžere kao kompetentne lidere koji su stanju da je sprovedu u delo<sup>112</sup>.

Turbulentno vreme, tj. u eri brzih promena okruženja organizaciono restrukturiranje je često neophodno za opstanak, posebno za kompanije koje

---

<sup>109</sup> Brockner, J., Grover S., Reed T. F., DeWitt R. L. (1992). *Layoffs, Job Insecurity and Survivors' Work Effort: Evidence of an Inverted-U Relationship*. *Academy of Management Journal*, 35, 413-425.

<sup>110</sup> Cascio, W. F. (1993). *Downsizing: What do we know? What have we learned?* *Academy of Management Executive*, 7(1), 95-104.

<sup>111</sup> Cameron, K. S. (1994). *Strategies for Successful Organizational Downsizing*. *Human Resource Management*, 33(2), 189-211.

<sup>112</sup> Mishra, K. E., Spreitzer, G. M., Mishra A. K. (1998). *Preserving Employee Morale during Downsizing*. *Sloan Management Review*, 39(2), 83-95.

su suočene sa naprednom konkurencijom i tehnološkim inovacijama u proizvodnim/uslužnim procesima ili proizvodima i uslugama koje naglo menjaju osnovnu dinamiku industrijske grane kojoj kompanija pripada. Neke od ovih promena proširuju kompetencije gradeći se na postojećim veštinama, znanjima i tehnologijama sa ciljem poboljšavanja performansi. Diskontinuiteti međutim kreiraju različitu stvarnost gde organizacioni opstanak zavisi od odgovora organizacije na tehnološke promene. Usled toga organizacije često pribegavaju uvođenju nove tehnologije, realokaciji resursa i reinženjeringu poslovnih procesa, ostajući kompetitivne i proizvodeći isti ili čak veći izlaz sa manje radnika. Na ovaj način redukcija radne snage može biti poslovno opravdana naročito ako ostajanje u starom stanju znači zaostajanje za konkurencijom, gubitak kompetitivne prednosti i opadanje performansi<sup>113</sup>.

Mnogi negativni ishodi mogu da budu povezani sa neodgovarajućim pristupom organizacionom restrukturiranju, slabim izborom ciljeva i planiranjem i generalno neadekvatnim upravljanjem promenom. Saglasno Buono<sup>114</sup> koristeći holistički pristup, kreirajući i implementirajući odgovarajuće strategija koje vode proces, firme mogu znatno povećati verovatnoću za uspeh programa stvarajući i uspešnu organizaciju i angažovane i zadovoljne radnike. Gradeći znanje na slabostima i ograničenjima prethodnih programa i učeći se na njima programi organizacionog restrukturiranja mogu nositi brojne benefite za organizaciju, uključujući i nivo pojedinca i društva. Ovo se odnosi na poboljšanje kompetitivne pozicije, povećanje profitabilnosti (kroz smanjenje troškova i/ili povećanje prihoda), veći povraćaj na investicije, povećanje učešća na tržištu, brži odgovor na zahteve kupca, poboljšanje zadovoljstva kupaca, povećanje inovativnosti i dr.

Organizacije biraju različite tipove organizacionog restrukturiranja kako bi postigle benefite budućeg stanja u skladu sa vizijom i ciljevima promene. Merdžeri i akvizicije se primenjuju za povećanje kompetitivnosti i postizanje kompetitivne prednosti kroz povećanje učešća na tržištu, širenje portfolija poslova da se redukuje poslovni rizik, ulazak na nova tržišta i

---

<sup>113</sup> Edwards, J. (2000). *Technological discontinuity and workforce size: An argument for selective downsizing*. The International Journal of Organizational Analysis, 8(3), 290-308.

<sup>114</sup> Buono, A. F. (2003). *The Hidden Costs and Benefits of Organizational Resizing Activities*. De Meuse, K. P., Marks M. (Eds.). *Resizing the Organization: Managing Layoffs, Divestitures, and Closings*. Jossey-Bass, San Francisco.

postizanje ekonomije obima<sup>115</sup>. Pomoću merdžera i akvizicija organizacije mogu povećati prihode i profitabilnosti, ostvariti brži rast, doći do novih tehnologija i kompetencija, lakše ući na strana tržišta i dr.

Reinženjering poslovnih procesa u kombinaciji sa organizacionim restrukturiranjem može ostvariti visok skok u performansama, podići kompetitivnost kroz superiornije procese, podstaći organizaciju na kreativne pristupe rešavanju problema, doprineti orijentaciji ka kupcima i zadovoljavanju potreba i očekivanja kupaca, ishoditi u boljim organizacionim rešenjima koja pomažu privrednom subjektu da bolje odgovore na kompetitivne izazove, nositi bolja rešenja i izazovnije poslove za zaposlene.

U avakom slučaju, merdžeri i akvizicije, renženjering, kao i mogući drugi pristupi, nose brojne izazove i rizike i imaju mnoge negativne strane. Organizacije moraju dobro da razumeju postojeću eksternu i internu situaciju i različite pristupe promeni kako bi mogle da kreiraju izazovne ali dostižne ciljeve i vizije budućeg stanja i planove i programe kako stići do tog stanja.

Na organizacionom nivou organizaciono restrukturiranje je blisko povezano sa idejom organizacione re-kreacije<sup>116</sup> i reinvincije<sup>117</sup>. Re-kreacija je promena drugog reda koja je reaktivna i uključuje "razbijanje okvira" što znači raskid sa prošlim, starim praksama i pravcima. Reinvincija je kreiranje nečega što nije postojalo do tada u praksi privrednog subjekta i šire. Nakon organizacionog restrukturiranja kompanija mora da bude u boljoj poziciji da radi sa kompetitivnim realnostima uvek zahtevnog tržišta. Ishodi često uključuju spremniju i fleksibilniju radnu snagu, ažuriranu tehnologiju, redukovanje troškova, poboljšanje efikasnosti i povećanje produktivnosti<sup>118</sup>. Intervencije koje organizacija vrši da postigne takve ishode moraju biti zasnovane na sistemskoj organizacionoj analizi i dijagnozi stanja.

---

<sup>115</sup> Saboo, S., Gopi, S. (2009). *Comparison of Post-Merger performance of Acquiring Firms (India) involved in Domestic and Cross-border acquisitions*. MPRA Paper, No. 19274. University Library of Munich, Munich.

<sup>116</sup> Nadler D. A., Tushman M. L. (1995). *Types of Organizational Change: From Incremental Improvement to Discontinuous Transformation*. Jossey-Bass, San Francisco.

<sup>117</sup> Carr, N. (1999). *Being virtual: Character and new economy*. Harvard Business Review, 77(3), 3-7.

<sup>118</sup> McKinley W., Zhao J., Rust K. A. (2000). *A sociocognitive interpretation of downsizing*. Academy of Management Review, 25, 227-243.

Buono<sup>119</sup> navodi sledeće ciljeve i benefite na organizacionom nivou:

- Sravnivanje organizacione strukture – eliminišući nepotrebne nivoe i uloge (rad koji ne dodaje vrednost) nova ravnija organizacija je fleksibilnija i sposobnija da se bolje nosi sa potrebama tržišta, takođe se poboljšavaju komunikacioni tokovi sa porastom deljenja informacija unutar i između organizacionih jedinica.
- Jačanje esencijalnih sposobnosti – organizacija nastoji da ojača sržne kompetencije koje se odnose se na njeno polje delovanja, uključujući istraživanje i razvoj, podršku kupcu, razvoj prodajne snage i druge aktivnosti u anticipaciji budućeg rasta privrednog subjekta; cilj treba da bude osiguranje da se sržne kompetencije i snage organizacije povećavaju.
- Timska orijentacija – sravnjivanje hijerarhije je povezano sa timskim radom i saradnjom, decentralizovanje odlučivanja i integrisanje funkcionalne ekspertize nosi brojne benefite: proširivanje poslova, odgovornosti i raspona kontrole, povećanje motivacije, stvaranje fleksibilnijih sistema koordinacije i kontrole i dr.
- Povećanje organizacione posvećenosti – najviše rukovodstvo treba da usadi osećaj puzdanja i verovanja u organizaciju. Ključ je osigurati da se ljudi koji odlaze tretiraju sa sasosećenjem dok se naglašava posvećenost uspostavljanju svetle budućnosti za kompaniju i preostale zaposlene.
- Širenje stejkholderske orijentacije – strategije organizacionog restrukturiranja odražavaju ocenu i analizu potreba niza stejkholdera od zaposlenih, do kupaca, investitora i lokalnih zajednica. Stavljanje naglaska na dugoročnoj kreaciji vrednosti je važan element razvoja dugoročnih relacija sa stejkholderima.

Na individualnom nivou fokus je na razvoju znanja i veština i investiranje u znanje ljudi koji ostaju u organizaciji. Kritični elementi uključuju identifikovanje i negovanje talenata, građenje liderskih veština i osnaživanje pojedinaca da čine odluke. Organizacije treba da nastoje da povećavaju mogućnosti za personalan rast, da proširuju poslove dajući zaposlenima viši nivo autonomije i autoriteta. Ideal je kreirati novi organizacioni mentalni sklop gde su zaposleni uključeni u kontinuirano učenje u traženju

---

<sup>119</sup> Buono, A. F. (2003). *The Hidden Costs and Benefits of Organizational Resizing Activities*. De Meuse, K. P., Marks M. (Eds.). *Resizing the Organization: Managing Layoffs, Divestitures, and Closings*. Jossey-Bass, San Francisco.

inovativnih radnih praksi podržani veštinama i sposobnošću neophodnih da iznesu ove inicijative<sup>120</sup>.

Više uspešnih napora organizacionog restrukturiranja može doneti dugoročno i šire društvene i ekonomske benefite stvarajući jače temelje za održiv društveni i privredni rast i napredak. Eliminišući nedostatke ranijih programa reorganizacija i daunsajzinga, i čineći promene koje istinski jačaju organizaciju i njihovu kompetitivnu poziciju, organizacije mogu proširiti njihovu ulogu kao društveno odgovorni entiteti. Ispunjavanje društvene odgovornosti doprinosi harmoničnim relacijama sa stejkholderima i donosi dodatne benefite organizacijama<sup>121</sup>.

Finansijsko restrukturiranje obuhvata brojne mere restrukturiranja:

- Oprost dela dugova;
- Kamatne stope i promena dinamike otplate dugova;
- Prolongiranje rokova dospeća;
- Konverzija dugova u osnovni kapital;
- Predviđanje otplate duga u ratama, izmena rokova dospelosti, kamatnih stopa ili drugih uslova zajma, kredita ili drugog potraživanja ili instrumenta obezbeđenja;
- način namirenja potraživanja poverilaca;
- unovčenje imovine sa teretom ili bez njega ili prenos takve imovine na ime namirenja potraživanja u svojinu poveriocu;
- zatvaranje nepotrebnih ili neprofitabilnih pogona dužnika ili promena delatnosti;
- raskid ili izmena ugovora;
- otpust duga;
- izvršenje, izmena ili odricanje od založnog prava;
- davanje u zalog opterećene ili neopterećene imovine;

---

<sup>120</sup> Buono, A. F. (2003). *The Hidden Costs and Benefits of Organizational Resizing Activities*. De Meuse, K. P., Marks M. (Eds.). *Resizing the Organization: Managing Layoffs, Divestitures, and Closings*. Jossey-Bass, San Francisco.

<sup>121</sup> Chen, B., Zhang, N. (2016). *Evaluation the Corporate Social Responsibility and Organizational Performance based on Large-Scale Data Access and Management*. *International Journal of Grid and Distributed Computing*, 9(1), 155-166.



- pretvaranje potraživanja u kapital;
- zaključivanje ugovora o kreditu, odnosno zajmu;
- osporavanje i pobijanje potraživanja koja prema oceni predlagača plana nisu pravno valjana;
- smanjenje broja zaposlenih, otpuštanjem zaposlenih ili angažovanje drugih lica radi ušteda u daljem poslovanju dužnika;
- ustupanje neopterećene imovine dužnika povericima na ime namirenja potraživanja;
- izmene i dopune opštih akata stečajnog dužnika i drugih dokumenata o osnivanju ili upravljanju;
- statusne promene preduzeća;
- promene pravne forme;
- raspolaganje imovinom, prenos dela ili celokupne imovine na jednog ili više postojećih ili novoosnovanih subjekata;
- poništavanje izdatih ili izdavanje novih hartija od vrednosti od strane stečajnog dužnika ili bilo kog novoformiranog subjekta;
- druge mere od značaja za realizaciju plana reorganizacije kojim se ispunjavaju dva cilja, nastavak poslovanja dužnika i povoljnije namirenje potraživanja poverilaca.
- i mnoge druge.

Reorganizacija putem UPPR-a i plana reorganizacije u stečaju se vrši pod kontrolom i rukovodstvom sudova kroz formalne (sudske) stečajne procedure, ali restrukturiranje može biti izvršeno i u kontekstu direktnog privatnog pregovaranja, sa poveriocima kroz tzv. vansudska poravnanja ili samorestrukturiranja (out of court procedures).

Kako će se vršiti reorganizacija dužnika zavisi od oblika, koji su preduzeti, odnosno od sadržine pripremljenog plana reorganizacije. Subjekti ovog postupka imaju interes da dužnik nastavi sa radom, iako je protiv njega čak otvoren i stečajni postupak. Specifičnost postupka reorganizacije ogleda se u tome, što se on sprovodi još u toku stečajnog postupka. Postupak reorganizacije stečajnog dužnika je novi institut u našoj pravnoj nauci odnosno u stečajnom zakonodavstvu Srbije uveden aktuelnim zakonom, koji, na mnogo efikasniji način zamenjuje institut ranijeg prinudnog poravnanja.

Sprovođenje tog postupka u našoj siromašnoj praksi će pokazati da li je on prihvatljiv za naše uslove. Izdvojićemo osnovne specifičnosti postupka reorganizacije, tačnije rečeno, plana reorganizacije koje ga izdvajaju od ostalih instituta u ovoj oblasti, a to su<sup>122</sup>:

---

<sup>122</sup> Čolović, V., (2006) *Strani pravni život*, vol. 55, br. 7-8, str. 19-34

- 1) plan reorganizacije ili plan reorganizacije u stečajju se podnosi nakon otvaranja stečajnog postupka protiv dužnika, ukoliko postoji mogućnost da dužnik nastavi sa radom. Istina je da, iako je zakonodavac predvideo, ne treba produžavati rok za podnošenje plana reorganizacije, obzirom da se neki navedeni oblici ne bi mogli preduzeti u slučaju odugovlačenja sa pokretanjem postupka reorganizacije
- 2) plan reorganizacije ima svoju osnovu za sprovođenje, bez koje ne bi mogao da se pokrene postupak. Ta osnova sadrži navedene oblike odnosno druge oblike,
- 3) koje predvidi predlagač plana i poverioci usvoje. Zbog toga treba biti naročito oprezan u odabiru, kao i u kombinovanju tih oblika, što, pre svega, zavisi od statusa i boniteta stečajnog dužnika,
- 4) kod prihvatanja plana reorganizacije glavnu ulogu imaju poverioci, od kojih zavisi da li će taj plan dobiti kasnije, potvrdu od stečajnog suda. Sudbina stečajnog dužnika u postupku reorganizacije zavisi od poverilaca,
- 5) u postupku reorganizacije značajna je uloga i stečajnog upravnika, koji mogu da podnesu i predlog plana reorganizacije kao i stečajnog suda,
- 6) oblici reorganizacije su različiti. No, mogli bi da sve oblike reorganizacije (iako ih u zakonu koji uređuje stečaj ima preko dvadeset, uključujući mogućnost da se mogu predložiti i drugi) svedemo, praktično, na nekoliko njih.

Pomenuti oblici restrukturiranja bi se mogli svesti na: prenos imovine dužnika na poverioce, prodaju dužnika, odlaganje isplate potraživanja, statusne promene, kao i prenos imovine na subjekte, učesnike statusnih promena. Ovi oblici su osnov svih navedenih. Ostali oblici predstavljaju njihove dopune i modifikacije, bez kojih, unapred navedeni, ne bi mogli da se ostvaruju i bez kojih postupak reorganizacije ne bi bio efikasan; Plan reorganizacije ne bi mogao da bude ispunjen na efikasan način, ako ne bi bio prisutan i nadzor nad njegovim izvršenjem<sup>123</sup>.

Ukoliko se navedeni plan ne ispunjava, stečajni sudija će doneti odluku o ponovnom pokretanju stečajnog postupka. Plan reorganizacije, kao osnova postupka reorganizacije stečajnog dužnika, pruža mnogo više mogućnosti za osnovne ciljeve stečajnog postupka, kao i za opstanak privrednih subjekata, koji imaju šansu da i dalje egzistiraju u poslovnim odnosima, uprkos

---

<sup>123</sup> Čolović, V., (2006) *Strani pravni život*, 2006, vol. 55, br. 7-8

određenim teškoćama. Videli smo da oblici reorganizacije mogu biti različiti, ali samo na prvi pogled. Radi se naime, o nekoliko oblika koji se međusobno dopunjuju. Međutim, to nikako ne znači da se u svakom slučaju odstupa od drugog cilja stečajnog postupka, a to je gašenje privrednog subjekta koji finansijski ne može odgovoriti svojim obavezama.

Isključujući nove emisije akcija i ponude za zamenu dugova akcijama (konverzije dugova u osnovni kapital) reorganizacija se u osnovi svodi na restrukturiranje dugova. Restrukturiranje dugova ima razne dimenzije kao što su oprost duga, promene kamatnih stopa ili promene dinamike servisiranja dugova ili na drugi način. Spremnost poverilaca na činjenje ustupaka zasnovana je na očekivanju da će kroz reorganizaciju dužnika njihova potraživanja biti naplaćena u višem iznosu nego u postupku stečaja preduzeća.

### **Specifični modeli finansijskog restrukturiranja na osnovu predloga Zakonom o privatizaciji Republike Srbije<sup>124</sup>**

Predlogom Zakona o privatizaciji, u okviru mera rasterećenja subjekta privatizacije, propisano je da se u postupku privatizacije može sprovesti konverzija potraživanja poverilaca u trajni ulog (osnovni kapital) subjekta privatizacije ili otpis duga, ukoliko Vlada Republike Srbije donese odluku o konverziji potraživanja državnih poverilaca u osnovni kapital subjekta privatizacije.

#### **Konverzija potraživanja u osnovni kapital**

Kada Vlada donese pomenutu odluku, državni poverioci su dužni da konvertuju potraživanja u osnovni kapital ukoliko je doneta odluka o modelu privatizacije ili kao mera UPPR-a, u skladu sa zakonom koji uređuje stečaj privrednih društava.

Pravilo je da subjekt privatizacije, donosi odluku o konverziji potraživanja poverilaca u osnovni kapital koja treba da sadrži podatke o

- pravnom osnovu potraživanja i
- visini potraživanja koje se konvertuje uključujući i strukturu kapitala nakon konverzije.

Uz navedenu odluku dostavlja se posebno mišljenje revizora, koje se odnosi na reviziju bilansnih pozicija, koje su predmet konverzije i predstavlja obavezni deo dokumentacije koja se dostavlja ministarstvu nadležnom za poslove privrede i

---

<sup>124</sup> Uredba o postupku i načinu restrukturiranja subjekata privatizacije („Službeni glasnik RS,, br. 52/2005, 96/2008, 98/2009, 44/2013 i 59/2013); Predlog izmena *Zakon o privatizaciji Republike Srbije*;

Vladi Republike Srbije. Predmet konverzije mogu biti potraživanja dospela najmanje šest meseci pre donošenja odluke Vlade i moraju biti iskazana u godišnjim finansijskim izveštajima preduzeća prema kome se navedena mera rasterećenja predviđa.

Dakle, na osnovu pomenute odredbe predloga Zakona o privatizaciji postoji obaveza državnih poverilaca da konvertuju potraživanje sa stanjem na dan 31. decembar prethodne finansijske godine, u osnovni kapital. Bez obzira na odluku subjekta privatizacije i mišljenje revizora, uobičajeno je da poverilac proveriti da li je visina duga tačno prikazana u predlogu plana reorganizacije.

Međutim vrlo je bitno u kojoj formi će biti doneta odluka Vlade, da se nebi dešavala da se ona shvata samo kao preporuka. U tom slučaju Zaključak Vlade RS bi samo preporučivao državnim poveriocima da konvertuju potraživanje u osnovni kapital, u slučaju usvajanja UPPR a potraživanje nastalo posle 31. decembra poslednje finansijske godine, pa sve do dana usvajanja UPPRa – dakle, konverzija ovog dela potraživanja ne predstavlja zakonsku obavezu državnih poverilaca već samo preporuku Vlade RS. Da li će poverioci prihvatiti preporuku Vlade zavisi od politike poverioca i adekvatne procene rizika.

Konverzija potraživanja u osnovni kapital dužnika, takođe predstavlja plaćanje potraživaja, ali kapitalom, analogno mogućnosti prebijanja dugova predviđenih zakonom koji uređuje stečaj, prema poveriocima sa kojima postoje međusobna potraživanja i obaveze gde se obaveze stečajnog dužnika prebijaju, odnosno plaćaju potraživanjem.

### **Otpis duga**

Pomenuti Predlog zakona dodatno uvodi obavezu restrukturiranja za odabrana preduzeća i propisuje da Vlada RS može, da donese odluku da državni poverioci subjekta privatizacije otpišu dug sa stanjem na dan 31. decembar poslednje poslovne godine i to prema subjektu privatizacije koji posluje u celini ili većinskim društvenim ili javnim kapitalom . Takva odluka je uslov restrukturiranja subjekata privatizacije i ujedno predstavlja obavezi za državne poverioce da izvrše otpis duga prema preduzećima navedenim u odluci.

Otpis duga je uslovni i punovažan je samo u slučaju ako je privatizacija kapital izvršena, ako je prodat kapital subjekta privatizacije, odnosno izvršena dokapitalizacija od strane strateškog investitora ili ukoliko je doneto pravnosnažno rešenje kojim se potvrđuje usvajanje UPPR subjekta privatizacije.

Predlogom se taksativno navodi koja preduzeća se smatraju državnim poveriocima a to su: javno preduzeće, Poreska uprava, Republički fond za penzijsko i invalidsko osiguranje, Republički fond za zdravstveno osiguranje, Republička direkcija za robne rezerve, Fond za razvoj Republike Srbije i drugi republički organi i organizacije, uključujući i Autonomnu pokrajinu Vojvodinu i Jedinicu lokalne

samouprave kao i Agenciju za osiguranje depozita kada vrši poslove stečajnog upravnika

Državni poverioci su dužni da otpišu dug i prema zavisnom društvu preduzeća u restrukturiranju:

- koje u strukturi kapitala ima većinski kapital kontrolnog društva koje posluje većinskim društvenim ili javnim kapitalom;
- u kome je društveni ili javni kapital većinski zajedno sa kapitalom kontrolnog društva.

Odluka državnih poverilaca o otpisu duga prema navedenim privrednim subjektima, može se doneti kada se subjekt privatizuje pimenom određenim modela privatizacije: prodajom kapitala ili strateškim partnerstvom kroz dokapitalizaciju ili kao mera unapred pripremljenog plana reorganizacije, u skladu sa zakonom kojim se uređuje stečaj.

### **4.3. Restrukturiranje u cilju saniranja preduzeća**

Ekonomsko saniranje je pojam u širem smislu kada je reč o sanaciji preduzeća i „obuhvata sve mere koje doprinose otkrivanju uzroka gubitka i obezbeđenju trajnog ozdravljenja za život sposobnog preduzeća,<sup>125</sup>. Tako da možemo slobodno reći da su ciljevi ekonomskog saniranja ponovno uspostavljanje finansijske ravnoteže, čime se obezbeđuje i sposobnost plaćanja. Ekonomsko saniranje podrazumeva pre svega izvođenje preduzeća iz zone poslovanja sa gubitkom. Da bi se preduzeće izvelo iz zone gubitka potrebno je prvo identifikovati uzroke gubitka a potom ispitati mogućnosti izlaska iz zone poslovanja sa gubitkom.

Ispitivanje mogućnosti izlaska iz zone gubitka, zahteva prvo da se analizom utvrde uzroci gubitka a oni mogu biti:

- Smanjen obim proizvodnje do koga dovodi usko grlo u okviru procesa ili do kojeg dolazi usled zastarele tehnologije,
- Smanjen obim proizvodnje do koga dovodi loše finansijsko stanje preduzeća jer je onemogućena nabavka materijala, energije i goriva kao osnovnog repromaterijala,
- Smanjen obim proizvodnje usled nemogućnosti prodaje, do koje može doći usled nekonkurentnosti proizvoda ili cena. Proizvodna nekonkurentnost se javlja kada učinak (proizvod, usluga) nije

---

<sup>125</sup> Ranković.J., (1996) *Specijalni bilansi*, Proinkom , Beograd, str. 152

prihvatljiv za kupca, a cenovna nekonkurentnost u slučaju da cena za te učinke nije prihvatljiva za kupce,

- Smanjen obim proizvodnje i prodaje usled nesposobnosti menadžmenta da realizuje prodaju.

Ukoliko imamo situaciju da se obim proizvodnje ne može povećati bez dodatnih ulaganja u opremu koja je tehnološki zastarela i na taj način ukloniti usko grlo proizvodnje potrebno je uzeti u obzir ta ulaganja ukalkulisati ih, kao zahtev da se ta dodatna ulagnja izvrše.

Ispitivanje mogućnosti izlaska iz zone gubitka vrši se na bazi Bilansa uspeha preduzeća koje se sanira. Bilans uspeha se prestruktuiru i prilagođava potrebi dobijanja informacija o mogućnosti izlaska iz zone gubitka.

#### **4.3.1. Analiza negativnih uticaja na finansijski rezultat**

Na finansijski rezultat negativno mogu uticati:<sup>126</sup>

Promene globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena,

Promene načina bilansiranja (obuhvatanja prihoda i rashoda),

Stopa iskorišćenosti kapaciteta,

Utrošci direktnog materijala, energije i usluga,

Troškovi rada i

Efikasnost korišćenja sredstava.

##### **Promene globalnog pariteta prodajnih i nabavnih cena**

Paritet prodajnih i nabavnih cena predstavlja odnos poslovnih prihoda (obračunatih po fakturisanju realizaciji) i varijabilnih materijalnih troškova, takođe sadržanih u fakturisanju realizaciji. Ukoliko u toku poslovanja dođe do smanjenja poslovnih prihoda ili povećanja varijabilnih materijalnih

---

<sup>126</sup> Rodić J., Filipović M., (2008) *Poslovne finansije*, drugo dopunjeno i izmenjeno izdanje, Beogradska poslovna Škola, Beograd, str.482-487

troškova sadržanih u fakturisanjoj realizaciji to će pogoršati paritet. Kada se ovaj paritet pogorša, potrebno je ispitati koji su to razlozi koji dovode po pogoršanja pariteta. To može biti zbog: slabljenja kurentne pozicije proizvoda, promene asortimana proizvoda, bržeg rast nabavnih od prodajnih cena, povećanja fizičkih utrošaka direktnog materijala, energije i usluga, zamene jeftinijeg skupljim materijalom.

### **Promena načina bilansiranja**

Kod promene načina bilansiranja potrebno je utvrditi kao se menja prihod i troškovi usled ove promene. Zatim se proverava, da li će se to pojavljivati i u kasnijim obračunskim periodima. Da li se te komponente povećanja rashoda i smanjenja prihoda mogu eliminisati ne menjajući novi način bilansiranja. Ako preduzeće sa sistema obračuna ukupnih troškova pređe na sistem obračuna varijabilnih troškova, rahodi po osnovu fiksnih troškova uvek će se javljati bez obzira na obim prodaje. Uz to rashodi u prvoj godini primene sistema obračuna varijabilnih troškova biće veći za iznos fiksnih troškova prenetih po početnom stanju zaliha nedovršene proizvodnje, poluproizvoda i gotovih proizvoda, ali se rahodi perioda narednih godina neće menjati. Izbor metoda obračuna amortizaciji progresivni, regresivni ili degresivni usloviće različite troškove amortizacije ukoliko se menja metod. Takođe metod obračuna zaliha uticaće na promenu rashoda. To je sve potrebno imati u vidu pri analizi uticaja na finansijski rezultat.

### **Stopa iskorišćenosti kapaciteta**

Opšte je poznato pravilo da ukoliko se kapacitet koristi ispod realno mogućeg proizvodnja je manja a time i prodaja i po toj osnovi prihodi od prodaje dok fiksni troškovi ostaju nepromenjeni. Zbog smanjene prodaje smanjuje se i marža pokrića. U ovakvim slučajevima nužno je ispitati zašto se ne koristi kapacitet u realnim mogućnostima. Razlozi mogu biti subjektivne i objektivne prirode. Zona degresije troškova prostire se od nultog stepena iskorišćenosti kapaciteta do granice degresije troškova, koja se u proseku nalazi na više od  $\frac{3}{4}$  kapaciteta. Zonom degresije se naziva zona u kojoj ukupni troškovi preduzeća rastu ispod proporcionalno a prosečni troškovi opadaju. Na kraju zone degresije ukupni troškovi po jedinici proizvoda su najniži pa je u toj tački i najveća ekonomičnost proizvodnje. Nakon zone degresije prostire se zona optimuma. U ovoj zoni ukupni troškovi rastu jedno vreme proporcionalno s povećanjem obima proizvodnje, dok troškovi po jedinici proizvoda ostaju konstantni i imaju karakter proporcionalnih troškova. U ovoj zoni se postižu najniži troškovi po jedinici proizvoda. Zona optimuma obično je veoma uzana a u pojedinim preduzećima

ona je samo jedna tačka, odnosno jedan stepen iskorišćenosti kapaciteta. Ova zona leži kod visokih stepena korišćenja kapaciteta, odnosno između 80 i 90% iskorišćenosti kapaciteta.

Kada stepen korišćenja kapaciteta prekorači zonu optimalnosti, ukupni troškovi preduzeća progresivno rastu. Ovo uslovljava i porast ukupnih troškova po jedinici proizvoda. Taj nivo zaposlenosti u kojem ukupni troškovi brže rastu od porasta obima proizvodnje predstavlja zonu progresije. U ovoj zoni, fiksni troškovi, koji su već ionako ovde niski, po jedinici proizvoda opadaju sve manje i manje po proizvodu od stepena do stepena zaposlenosti, dok varijabilni troškovi sve više rastu po jedinici proizvoda.

Zona progresije leži iznad optimalne zone. Ona obuhvata najviše stepene korišćenja kapaciteta i prostire se od zone optimalnosti do granice kapaciteta. Ukoliko se stepen korišćenja kapaciteta više udaljava od optimalne zone u pravcu granice kapaciteta, progresija troškova biće jača.

### **Utrošci direktnog materijala, energije i usluga**

U proizvodnji se utvrđuju normativni odnosno standardi fizičkog utroška materijala, energije i proizvodnih usluga po jedinici proizvoda. Ukoliko se desi da su stvarni utrošci materijala, energije i proizvodnih usluga viši od propisanih normiranih onda su i varijabilni troškovi a time i ukupni troškovi viši za iznos vrednosti prekoračenja preko norme. Ovo povećanje obračunava se po stvarnoj nabavnoj ceni.

### **Formula za izračunavanje glasi:**

$$\left[ \begin{array}{cc} \text{Stvarni fizički} & \text{Standardni fizički} \\ \text{utrošak} & \text{utrošak} \end{array} \right] \times \text{Cena utroška} \times \text{količina proizvedenih} = \text{troškova proizvoda}$$

Povećanje

### **Troškovi rada**

Kako materijal, energija i proizvodne usluge kao direktni trošci proizvodnje imaju svoje normative tj. standarde tako i fizički utrošak rada ima svoj normativ (broj časova rada po jedinici proizvoda). Ako je taj broj časova iznad standarda imamo istu situaciju a to je povećanje troškova rada po osnovu zarada, odnosno rashoda po osnovu direktnih plata. Po unapred



utvrđenoj formuli možemo isto utvrditi i povećanje troškova rada. Ovo je situacija samo za proizvodnju tu neće biti obuhvaćeni i troškovi režijskog rada, tako da je i njih potrebno alocirati. Metodi za utvrđivanje nepotrebnih troškova rada jesu preko produktivnosti, a što se režijskih troškov rada tiče preko preispitivanja režijskih radnih mesta i potrebe za njima. Ako je produktivnost bila manja u tekućoj godini u odnosu na ranije ili na konkurenciju potrebno je izračunati procenat smanjenja produktivnosti i sa tim procentom pomnožiti troškove po osnovu plata, čime se dobija moguće sniženje troškova.

### **Efikasnost korišćenja sredstava**

Da bismo utvrdili efikasnost korišćenja sredstava potrebno je izračunati koeficijent obrta. Ako je utvrđeni koeficijent obrta veći sredstva preduzeća se koriste bolje tj. efikasnije. U slučaju većeg obima angažovanja sredstava i po tom osnovu korišćenja i više zajmova i povećanje rashoda kamata koje se plaćaju na zajmove imamo i manji koeficijent obrta. Izračunate koeficijente obrta ukupnih kao i obrtnih sredstava potrebno je porediti sa konkurencijom odnosno granom delatnosti da bi preduzeće moglo videti kako se oni kreću kod konkurencije i po toj osnovi preduzeti određene mere u pravcu smanjenja učešća pozajmljenog kapitala odnosno smanjenja troškova kamata.

Ako sumiramo napred navedene uticaje na finansijski rezultat preduzeća onda možemo zaključiti da ukupni negativni uticaj na rezultat tekuće godine ima:

- Smanjenje poslovnih prihoda zbog pogoršanja pariteta prodajnih i nabavnih cena
- Smanjenje marže pokrića usled neiskorišćenosti realnog kapaciteta
- Povećanje troškova energije, materijala ili proizvodnih usluga usled povećanja normativa utroška
- Povećanje troškova zarada usled smanjenja produktivnosti rada
- Povećanje troškova kamata usled neefikasnog korišćenja ukupnih sredstava

Svi ti nabrojani faktori utiču na ostvarenje gubitka ili na značajno smanjenje dobiti poslovanja.

#### **4.3.2. Analiza mogućnosti ostvarivanja neutralnog finansijskog rezultata**

Da bismo sagledali koliki je potreban poslovni prihod za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata potrebno je staviti u odnos fiksne i pretežno fiksne rashode sa učešćem marže pokrića u poslovnim prihodima.

Prema formuli:

$$\frac{\text{Fiksni i pretežno fiksni rashodi} \times 100}{\text{Procenat učešća marže pokrića u poslovnim prihodima}} = \text{Potreban poslovni prihod za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata}$$

Kod ove analize potrebno je da se stvarni podaci o prihodima i rashodima prikažu tako da poslovni prihodi obuhvataju samo prihode od prodaje a poslovni rashodi obuhvataju troškove prodatih proizvoda usluga i roba

Ako se potreban poslovni prihod za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata stavi u odnos sa ostvarenim poslovnim prihodom i pomnože sa 100 dobiće se procenat iskorišćenosti poslovnog prihoda za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata. Ako je ostvaren pozitivan poslovni rezultat (poslovni dobitak) procenat iskorišćenja poslovnog prihoda za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata biće uvek manji od 100 i što je taj procenat više udaljen od stotine utoliko je situacija bolja, jer je rizik ostvarenja poslovnog rezultata manji i obrnuto. Stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog poslovnog rezultata, utvrđuje se na sledeći način:

$$\frac{\left( \text{Poslovni prihod} - \frac{\text{Potreban poslovni prihod za ostvarenje neutralnog poslovnog rezultata}}{\text{Poslovni prihod}} \right) \times 100}{\text{Poslovni prihod}}$$

Ona pokazuje za koliko se procenta poslovni prihod smanjuje da bi bruto finansijski rezultat pao na nulu. Naravno, što je elastičnost ostvarenja bruto finansijskog rezultata viša, manja je verovatnoća da će preduzeće ostvariti negativan bruto finansijski rezultat (gubitak).

- Ako je bruto finansijski rezultat negativan, procenat iskorišćenja poslovnog prihoda za ostvarenje negativnog bruto finansijskog rezultata biće uvek veći od 100, jer je potreban poslovni prihod za ostvarenje negativnog bruto finansijskog rezultata veći od ostvarenog poslovnog prihoda. U takvim okolnostima stopa elastičnosti ostvarenog bruto finansijskog rezultata biće negativna, a

negativna stopa elastičnosti bruto finansijskog rezultata u suštini pokazuje za koliko je procenata ostvareni poslovni prihod niži od poslovnog prihoda koji odbacuje neutralan poslovni rezultat. Što je negativna stopa elastičnosti ostvarenja neutralnog poslovnog rezultata viša to je preduzeće dublje u zoni gubitka i obrnuto.

- Kad preduzeće ima nizak finansijski rezultat i visoke rizike ostvarenja finansijskog rezultata neophodno je proveriti stepen iskorišćenja kapaciteta.
- Pri tome stepen iskorišćenja kapaciteta treba meriti na bazi ostvarenog fizičkog obima proizvodnje i realno mogućeg obima proizvodnje s obzirom na pogonsku spremnost proizvodnih kapaciteta.
- Dakle, realno mogući obim proizvodnje jeste onaj obim proizvodnje koji je moguće ostvariti s obzirom na tehničko-tehnološko stanje kapaciteta. Ako je nizak stepen iskorišćenja realnog kapaciteta treba utvrditi kakav bi se finansijski rezultat ostvario i koliki bi bio rizik ostvarenja pri 100% iskorišćenja realnog kapaciteta. Realni kapacitet je uvek niži od instaliranog kapaciteta i otuda je logična pretpostavka da bi trebalo težiti 100% iskorišćenju realnog kapaciteta, jer je to moguće sa stanovišta realne tehnicke-tehnološke sposobnosti proizvodnog kapaciteta.
- Tako nisko iskorišćenje čak i realnog kapaciteta bio je dovoljan razlog da utvrdimo kakav bi bio finansijski rezultat preduzeća u tekućoj godini pri ostvarenju obima proizvodnje i prodaje koji odgovara 100% iskorišćenju realnog kapaciteta.

Metodološki postupak je sledeći:

- Polazi se od, ostvareni poslovni prihodi i ostvareni varijabilni rashodi. Oni se dele sa procentom stepena iskorišćenja realnog kapaciteta i množe sa 100, što daje poslovne prihode i varijabilne rashode pri 100% iskorišćenju realnog kapaciteta.
- Razlika između poslovnih prihoda pri 100% iskorišćenju realnog kapaciteta i varijabilnih rashoda pri 100% iskorišćenju realnog kapaciteta jeste marža pokrića pri 100% iskorišćenju realnog kapaciteta;
- fiksni i pretežno fiksni rashodi kao i neto rashodi finansiranja su u nepromenjenom iznosu. Ovi rashodi se odbijaju od marže pokrića pri 100% iskorišćenju realnog kapaciteta, što daje bruto finansijski rezultat pri 100% iskorišćenju realnog kapaciteta;
- porezi i doprinosi iz finansijskog rezultata pri 100% iskorišćenju realnog kapaciteta utvrđuju se tako što se iz odnosa ostvarenih

- poreza i doprinosa iz finansijskog rezultata i ostvarenog bruto finansijskog rezultata, izračuna zbirna stopa poreza i doprinosa iz finansijskog rezultata pri 100% iskorišćenju realnog kapaciteta, i
- razlika između bruto finansijskog rezultata pri 100% iskorišćenju realnog kapaciteta i poreza i doprinosa iz finansijskog rezultata pri 100% iskorišćenju realnog kapaciteta jeste neto finansijski rezultat pri 100% iskorišćenju kapaciteta.

#### **4.4. Restrukturiranje UPPRom u funkciji finansijskog saniranja preduzeća**

Restrukturiranje predstavlja zakonom uređeni pravni put, ekonomskog i finansijskog ozdravljenja preduzeća – stečajnog dužnika, u cilju omogućavanja njegove poslovne rehabilitacije.

Restrukturiranjem se vrši stručno prestrukturisanje dugova na način na koji se razumno može očekivati da će povratiti održivost preduzeća sa rastućim poslovanjem u budućnosti, i na koji se obezbeđuje konačno rešavanje svih potraživanja i interesa u skladu sa zakonom.

Složena i teška ekonomska situacija u Republici Srbiji, kao posledica uticaja globalne svetske ekonomske i finansijske krize u vremenu donošenja Zakona o stečaju stvorila je potrebu da insolventna pravna lica u pregovorima sa svojim poveriocima o svim bitnim pitanjima, blagovremeno preduzmu sve neophodne mere za konsolidaciju koja bi imala za cilj povoljnije namirenje poverilaca, nego ako bi se sproveo stečajni postupak putem bankrotstva. Sve ovo pri činjenici da Zakon o sporazumnom finansijskom restrukturiranju privrednih društava (Sl. Glasnik RS br. 36/11) nije dao očekivane rezultate.

##### **4.4.1. Saniranje putem otpisa gubitka**

Izraz saniranje potiče od italijanske reči *sanatio* što znači oporavak, lečenje. Kada preduzeće dođe u situaciju preteće nelikvidnosti, izgubi platežnu sposobnost, ili posluje sa gubitkom mogu da se preduzmu određene mere saniranja preduzeća sa ciljem da se osposobi za plaćanje dospelih obaveza, obaveza koje pristižu i poboljšanja poslovanja i ekonomske pozicije radi ostvarivanja dobiti, što predstavlja cilj svakog preduzeća i daje garanciju

trajnog opstanka preduzeća i svakako izbegavanje prestanka postojanja stečajem.<sup>127</sup>

U praksi egzistiraju dve vrste saniranja:

- Saniranje u širem smislu reči (ekonomsko saniranje)
- Saniranje u užem smislu reči (finansijsko saniranje).

Ekonomsko saniranje preduzeća, obuhvata sve mere koje mogu da doprinesu sa jedne strane, utvrđivanju i otklanjanju uzroka nastanka preteće nelikvidnosti i nelikvidnosti i gubitaka i sa druge strane, mere koje obezbeđuju trajni oporavak preduzeća. Iz navedenog se može zaključiti da su pravi ciljevi ekonomskog saniranja: ponovno uspostavljanje finansijske ravnoteže a time i platežne sposobnosti preduzeća, zadovoljavajuće rentabilnosti i ekonomičnosti poslovanja.

Finansijsko saniranje preduzeća u okviru ukupnog saniranja usmereno je na otpis gubitka ili uspostavljanja finansijske ravnoteže, čime preduzeće postaje platežno sposobno, što se postiže na razne načine kao što su smanjenje kapitala preduzeća, dopune imovine, povećanja kapitala, promene strukture aktive i promene strukture pasive.

#### ***Saniranje putem smanjenja kapitala:***

Ovde je reč o otpisu gubitka na teret kapitala čime se kapital smanjuje. Najjednostavniji slučaj je kada je neraspoređeni dobitak iz ranijih godina, slobodne (statutarne) rezerve i dela obaveznih rezervi, ako ih preduzeće ima, iznad zakonom propisanih, tako da osnovni kapital ostaje nedirnut a obavezna rezerva nije ispod zakonom propisane.<sup>128</sup> To je bilo u vreme uspostavljanja obaveznih rezervi. Smanjenje osnovnog kapitala društava kapitala, vrši se u raznim slučajevima: kad preduzeće ima neiskorišćene kapacitete i istovremeno nastoji da se oslobodi krutih pravila održavanja kapitala, što je u teoriji i praksi poznato kao prekomerna kapitalizacija, zatim kada odlukom nadležnog organa, oslobađa svoje članove daljih uplata neuplaćenih uloga, akcija ili udela koje su članovi trebali da unesu u društvo, usled pokrića gubitaka iz osnovnog kapitala i slično. Uz to, potrebno je voditi računa o srazmernosti smanjenja kapitala po članskim pravima, tako da se smanjenje sprovodi tako da se ne dira u princip ravnopravnosti članova društva u procentualnom učešću svakog člana

---

<sup>127</sup> Ranković, M. J., (1996) *Specijalni bilansi*, Proinkom, Beograd, str. 184

<sup>128</sup> Ranković, M.J., (1996) *Specijalni bilansi*, Proinkom, Beograd, str. 188

društva u ukupnom osnovnom kapitalu. Smanjenje iznosa kapitala ne može ići ispod zakonskog minimuma visine osnovnog kapitala propisane zakonom. Pri smanjenju osnovnog kapitala prvo se povlače i poništavaju sopstvene akcije ili udeli.

#### **Saniranje putem dopune imovine:**

Vrši se kada vlasnici preduzeća odluče da radi otpisa gubitka povećaju imovinu preduzeća i unesu dodatni ulog u preduzeće, ličnu gotovinu.

#### **4.4.2. Saniranje putem uspostavljanja finansijske ravnoteže**

Saniranje preduzeća putem uspostavljanja finansijske ravnoteže, vrši se na sledeći način:

- putem povećanja kapitala,
- saniranje putem prestrukturiranja aktive,
- saniranje prestrukturiranjem pasive.

#### **Saniranje putem povećanja kapitala:**

Ovaj model je usmeren na uspostavljanje finansijske ravnoteže sa ciljem da se preduzeće učini likvidnim (platežno sposobnim). Povećanje osnovnog kapitala, društava kapitala, sprovodi se na dva načina. Pritom je uvek potrebna prethodna odluka članova društva (vlasnika kapitala) o izmeni osnivačkog akta, odnosno statuta preduzeća, što je posledica okolnosti da je naznaka promene osnovnog kapitala jedan od njegovih bitnih sastojaka. Prvi način naziva se efektivno, a drugi nominalno povećanje osnovnog kapitala.

Osnovna razlika između ova dva načina jeste u tome što pri efektivnom povećanju u društvo ulazi nova vrednost, dok se pri nominalnom povećanju već postojeća vrednost preraspoređuje u finansijskim izveštajima društva. Drugim rečima, nominalnim povećanjem osnovnog kapitala, on se povećava imovinom društva, a efektivnim povećanjem imovinom dotadašnjih članova ili drugih osoba ukoliko nadležni organ preduzeća donese takvu odluku. U slučaju efektivnog povećanja osnovnog kapitala stvara se novi osnovni ulog, odnosno novi osnovni ulozi/akcije. Dotadašnji članovi društva imaju pravo prvenstva pri njihovom preuzimanju, i to pravo traje određeni period dana od donošenja odluke o povećanju osnovnog kapitala. To pravo postoji, osim ako društvenim ugovorom ili odlukom o povećanju osnovnog kapitala nije drugačije određeno, a članovi ga stiču srazmerno svojim dotadašnjim

ulozima. U pogledu unosa uloga kojima se povećava osnovni kapital primenjuju se pravila koja su istovetna pravilima o unosu osnovnih uloga pri osnivanju društva. Povećanje se sprovodi povećanjem nominalnih vrednosti postojećih poslovnih udela ili stvaranjem novih poslovnih udela, pri čemu novi poslovni udeli moraju biti u istoj međusobnoj razmeru kao i stari. To se podrazumeva ako nominalnim povećanjem temeljnog kapitala društva ne pristupaju novi članovi, već postojeći članovi ili stiču nove udele ili se postojećim povećava nominalna vrednost.

### **Saniranje putem prestrukturiranja aktive**

Vrši se smanjenjem stalne imovine i to prodajom dela osnovnih sredstava koja ne uslovljavaju funkcionisanje preduzeća kao celine, *non – core* imovine (prodaja pogona sporedne delatnosti, prodaja dela poslovnog prostora itd.), prodajom dela dugoročnih finansijskih plasmana (prodaja kupljenih akcija ili uloga u drugim pravnim licima) i/ili povećanjem gotovine nastale usled takve prodaje imovine.

### **Saniranje prestrukturiranjem pasive:**

Kada preduzeće ima poremećenu finansijsku ravnotežu što mu onemogućava održavanje likvidnosti, finansijska ravnoteža se može uspostaviti ako se kratkoročne obaveze konvertuju bilo u osnovni kapital preduzeća (udele ili akcije) bilo u dugoročne obaveze. Sa aspekta finansijskog rezultata, povoljnija je konverzija kratkoročnih obaveza u osnovni kapital, jer tada nema troškova kamata koji povećavaju rashode i povećavaju pritisak na finansijski rezultat, što dovodi do opasnosti da preduzeće dospe u zonu gubitka. Interesi kreću od značaja opstanka dužnika za sadašnje i buduće poslovanje poverilaca do mogućnosti i koristi koja bi se ostvarila da poverilac, u granicama mogućnosti sopstvene finansijske ravnoteže, kapital uloži u neko drugo preduzeće ili da ga uloži u sopstveni rast i razvoj.

Zakon o privrednim društvima, propisuje mogućnost konverzije potraživanja poverilaca u osnovni kapital (trajni ulog) preduzeća, ukoliko poverilac i dužnik postignu dogovor oko uslova konverzije i nadležni organ dužnika donese odluku o konverziji potraživanja poverilaca u osnovni kapital.

Dakle, pravilo je da učesnici procesa konverzije donose odluku o konverziji potraživanja poverilaca u osnovni kapital koja treba da sadrži elemente određene zakonom, a naročito podatke o sledećem:

- osnovu konverzije potraživanja poverilaca i
- visini potraživanja koje se konvertuje uključujući i učešće poverioca u osnovnom kapitalu, odnosno strukturu kapitala nakon konverzije potraživanja.

Da li će poverioci prihvatiti konverziju potraživanja u osnovni kapital, zavisi od politike poverioca i adekvatne procene rizika budućeg poslovanja dužnika. Konverzija potraživanja u osnovni kapital dužnika, takođe predstavlja plaćanje potraživanja od strane dužnika, imovinom dužnika koju čine akcije ili udeli u osnovnom kapitalu, analogno mogućnosti prebijanja dugova predviđenih zakonom koji uređuje stečaj, prema poveriocima sa kojima postoje međusobna potraživanja i obaveze gde se obaveze stečajnog dužnika prebijaju, odnosno plaćaju potraživanjem.

## **5. SPECIFIČNOSTI UNAPRED PRIPREMLJENOG PLANA REORGANIZACIJE U SANACIJI PREDUZEĆA I ODRŽAVANJU STALNOSTI POSLOVANJA**

Unapred pripremljeni plan reorganizacije se vezuje za postupak pokretanja stečaja s tim, što preduzeću koje pokreće stečaj sa UPPR-om daje brojne pogodnosti koje se, pre svega odnose na obavljanje redovnog poslovanja bez prekida koje u redovnom stečajnom postupku izazivaju posledice otvaranja tog postupka.

Stečaj je generični pojam koji obuhvata dva podpojma, odnosno dva moguća pravca razvoja i razrešenja pokrenutog postupka stečaja. Prvi je bankrotstvo, čiji je krajnji ishod, po pravilu, rasprodaja imovine stečajnog dužnika i prestanak njegovog pravnog subjektiviteta, osim u slučaju kada se postupak bankrotstva okonča prodajom stečajnog dužnika kao pravnog lica. Drugi je reorganizacija, koja vodi ekonomsko-finansijskom oporavku stečajnog dužnika i njegovom opstanku u pravnom prometu. Kojim od ovih pravnih puteva će krenuti stečaj, stvar je i volje i opredeljenja poverilaca.

Reorganizacija, kao relativno nov pravni institut našeg stečajnog prava, uveden Zakonom o stečajnom postupku 2004. godine, predstavlja namirenje poverilaca prema usvojenom planu reorganizacije i to redefinisanjem dužničko poverilačkih odnosa, statusnim promenama dužnika ili na drugi



način predviđen planom reorganizacije, koji vodi trajnom ekonomskom oporavku stečajnog dužnika.

Odredbama zakona koji uređuje materiju stečaja propisano je da se reorganizacija sprovodi ako su kumulativno ispunjena dva uslova:

- ako se time obezbeđuje povoljnije namirenje potraživanja poverilaca u odnosu na bankrotstvo i istovremeno
- ako postoje ekonomsko opravdani uslovi za nastavak poslovanja dužnika.

Reorganizacija se sprovodi prema Planu reorganizacije koji se sačinjava u pisanoj formi.<sup>129</sup>

Plan reorganizacije se može podneti istovremeno sa predlogom za pokretanje stečajnog postupka ili nakon otvaranja stečajnog postupka u skladu sa ovim zakonom,<sup>130</sup> isključivo u situaciji kada postoji neki od stečajnih razloga.

Odredbom člana 155. stav 4. Zakona o stečaju („Sl. Glasnik RS“ br. 104/2009, 99/2011, 71/2012 (Odluka Ustavnog suda)) propisano je, između ostalog da, ako se plan reorganizacije podnosi istovremeno sa predlogom za pokretanje stečajnog postupka, njegov naziv se menja u unapred pripremljeni plan reorganizacije. U predlogu mora biti jasno naznačeno da se predlaže pokretanje stečajnog postupka reorganizacijom u skladu sa UPPR - om.<sup>131</sup>

Primena, odnosno sprovođenje mera predviđenih pripremljenim planom reorganizacije ne može se vršiti suprotno odredbama zakona kojima se uređuje zaštita konkurencije, a organ nadležan za zaštitu konkurencije postupa sa naročitom hitnošću i u skraćenom postupku prilikom utvrđivanja eventualnih narušavanja ili mogućih narušavanja odredaba zakona. Podnosilac plana reorganizacije dužan je da plan reorganizacije podnese organu nadležnom za

---

<sup>129</sup> Član 155. stav 2. Zakona o stečaju („Sl. Glasnik RS“ br. 104/2009, 99/2011, 71/2012 (Odluka Ustavnog suda))

<sup>130</sup> Član 155. stav 3. Zakona o stečaju („Sl. Glasnik RS“ br. 104/2009, 99/2011, 71/2012 (Odluka Ustavnog suda))

<sup>131</sup> Član 158. stav 3. Zakona o stečaju („Sl. Glasnik RS“ br. 104/2009, 99/2011, 71/2012 (Odluka Ustavnog suda))

zaštitu konkurencije istovremeno sa podnošenjem plana stečajnom sudu u skladu sa zakonom kojim se uređuje zaštita konkurencije. Ročište za razmatranje predloga plana reorganizacije po odredbama domaćih propisa i glasanje o predloženom planu, od strane poverilaca ne može biti održano pre donošenja odluke organa nadležnog za zaštitu konkurencije, odnosno pre isteka roka propisanog zakonom kojim se uređuje zaštita konkurencije.

Obaveza plaćanja naknade u skladu sa zakonom kojim se uređuje zaštita konkurencije nastaje usvajanjem plana reorganizacije.

### **5.1. Osnovne odrednice unapred pripremljenog plana reorganizacije**

Složena i teška ekonomska situacija stvorila je potrebu i mogućnost da insolventna pravna lica, u svetlu i sagledavanju problema u obavljanju delatnosti, u pregovorima sa svojim poveriocima o svim bitnim pitanjima, blagovremeno preduzmu sve neophodne mere za konsolidaciju koja bi svakako imala za cilj povoljnije namirenje poverilaca od namirenja putem bankrotstva u redovnom stečajnom postupku. Iz tih razloga, zakonodavac je regulisao UPPR, koji se podnosi istovremeno sa predlogom za pokretanje stečaja i u ingerenciji stečajnog dužnika, jer, smatra se savesni dužnik može najbolje da proceni koji mu način rešavanja dužničko poverilačkih odnosa najviše odgovara.<sup>132</sup>

Zakonom koji uređuje materiju stečaja, zakonodavac je ostavio mogućnost ugovornim stranama da slobodno regulišu i redefinišu svoje dužničko poverilačke odnose u situaciji kada dužnik ponudi UPPR kao vrstu ugovora kojim bi se regulisali dužničko poverilački odnosi. Zakon predviđa ispunjenje dva kumulativna uslova da bi se uopšte ovi odnosi mogli regulisati UPPR-om a to su: 1) opstanak dužnika kod koga je nastupio jedan od stečajnih razloga a drugi, 2) radi zaštite interesa njihovih poverilaca, odnosno ako je to način najpovoljnijeg namirenja poverilaca. UPPR otuda predstavlja rezultat pregovora i dogovora podnosioca plana i njegovih poverilaca.

Poverioci privrednog subjekta u svakom slučaju, čak i ako dužnik nije u finansijskim teškoćama, poseduju snažno sredstvo zaštite svojih interesa koje proističe iz stečajnog zakonodavstva u svakoj zemlji, mogu uvek da kompaniju, onda kada su im ugroženi interesi, odnosno kada im ona ne

---

<sup>132</sup> Članom 158. stav 1. Zakona o stečaju („Sl. Glasnik RS“ br. 104/2009, 99/2011, 71/2012 (Odluka Ustavnog suda)) propisano je da je za podnošenje UPPR – a legitimisana i organizacija koja je posebnim zakonom određena da obavlja poslove stečajnog upravnika iz člana 19. stav 2 ovog zakona

isplaćuje dugove, oteraju u stečaj i naplate svoje potraživanje iz stečajne mase ali i putem sredstava ugovornog prava, aktiviranjem odgovarajućeg sredstva obezbeđenja i na taj način naplate svoje potraživanje. Uglavnom su poverioci velikih potraživanja u mogućnosti da ugovore sredstva obezbeđenja za svoje potraživanje dok mali poverioci nisu.

Ukoliko se želi sagledati pozicija bilo kog pravnog instituta, pa i instituta pripadnosti akcionarskog društva, položaj preduzeća treba posmatrati samo u svojoj celovitosti i koherentnosti. Da bi se došlo do odgovora na ovo pitanje, trebalo bi sagledati poziciju svih lica zainteresovanih za poslovanje privrednog društva, poziciju zaposlenih, poverilaca, potrošača, dobarvljača, većinskog i manjinskog vlasnika kapitala i u svakom slučaju države, kao lic azainteresovano za poslovanje preduzeća.

Kakva je pozicija rada i zaposlenih? Ukoliko se kompanijski zakoni bave samo pozicijom kapitala, to bez sumnje vodi zaključku da interesna pozicija zaposlenih, kao i radnopravna ili druga ugovorna pozicija uprave, nije relevantna za odgovor na pitanje pripadnosti akcionarskog društva. Ali tu su i propisi koji se bave samo pozicijom rada i time zaposlenih, a koji njihovu interesnu poziciju, sa svim pravima i dužnostima, bilo pokom osnovu, promovišu kao posebnu.

Takođe, postavlja se pitanje pozicije kreditora, poverilaca privrednog subjekta? Ako se njihova pozicija traži u kompanijskom pravu, nalazimo se na pogrešnom tragu, jer zakoni koji se bave kapitalom nemaju posebne potrebe da pojačavaju institute zaštite interesa poverilaca, gde u stvari ugovorno pravo ima svoju ulogu i primat. Ako ovo, međutim vodi zaključku da akcionarsko društvo ne pripada i poveriocima (kreditorima), kakav stav je prisutan u delu naše ekonomske i pravne teorije, onda postoji ista logička greška kao i kad je reč o poziciji rada i zaposlenih. S druge strane, ni statusni kompanijski zakoni ne negiraju u celosti poziciju poverilaca, tako da u nizu slučajeva kreiraju dopunske institute zaštite poverilaca kroz institute koji su vezani za kapital kompanije, fiducijarnu dužnost vlasnika kapitala i menadžmenta, norme koje uređuju unutrašnji i spoljašnji nadzor nad radom kompanije i svakako zakon koji uređuje materiju reorganizacije i stečaja preduzeća.

Iako mnogi instituti obligacionog, ugovornog prava pružaju značajnu zaštitu poveriocima, statusni kompanijski zakoni ipak predviđaju dopunske institute zaštite poverilaca kroz institute koji su vezani za kapital (osnovni kapital, održanje vrednosti osnovnog kapitala, smanjenje osnovnog kapitala povlačenjem i poništajem akcija, odnosno udela članova privrednog društva, kredit ili zajam umesto kapitala, forsiranje transparentnosti poslovanja,

ograničenja plaćanja i zaštita prava nesaglasnih akcionara u funkciji solventnosti, likvidnosti i prezaduženosti, rezidualna pozicija akcionara u postupku likvidacije, stečaja i slično). Kad se ovom dodaju brojni instituti ugovornog prava koji štite poziciju poverilaca, onda je legitimnost interesa poverilaca (kreditora i drugih) u pripadnosti akcionarskog društva nedvosmislena.

Propisi koje štiti interese potrošača, sve više afirmišu ovaj interes i stvaraju institute za njegovu zaštitu, čime se interes potrošača sve više integriše u celovito biće kompanije i njenih organa, naročito sa stanovišta dužnosti uprave kompanije.

Konačno, postavlja se pitanje kakva je pozicija države i društva? Država je integrisana interesno u poziciju preduzeća, počev od momenta osnivanja, početka obavljanja delatnosti, poput relevantne integrisanosti zaposlenih i uprave, poverilaca (kreditora i drugih), potrošača i korisnika usluga i proizvoda, zaštite životne sredine, ubiranja javnih prihoda, rešavanja socijalnih statusa građanstva itd.

Jedina grupa u okviru lica zainteresovanih za poslovanje kompanije, koja ne poseduje takvu ili sličnu zaštitu su vlasnici kapitala. Njihovo pravo na preostali deo imovine nakon namirenja svih poverilaca, u stečaju dolazi poslednje i naplaćuju se tek kada su svi ostali poverici u potpunosti namireni i ukoliko preostane deo imovine kao stečajne mase (zato se i nazivaju rezidualnim poveriocima stečajnog dužnika). Jedino je njihova veza sa kompanijom otvorena, tj. zasnovana na neodređeno vreme i bez unapred numerički specifikovanog potraživanja, koje se svakako ne može predvideti, zbog niza aleatornosti koje prate poslovanje privrednog društva, sve do eventualnog okončanja stečajnog postupka.

Ipak i među vlasnicima kapitala preduzeća, ima razlike. Akcionar, vlasnik malog broja akcija, odnosno udela u svojini nad kompanijom (manjinski akcionar, manjinski vlasnik udela) nema interesa da nadzire svakodnevno poslovanje preduzeća, zato što bi troškovi takve aktivnosti bili za njega previsoki, a nema ni mogućnosti uticaja na ponašanje menadžera, niti donošenje odluka u preduzeću, zato što je njegov udeo u vlasništvu zanemarljiv.

Zbog toga je za malog akcionara, vlasnika akcija ili udela, prirodna pozicija slepog putnika (free rider), u kojoj on očekuje od drugih vlasnika, odgovarajući, pozitivan uticaj na menadžment u pravcu efikasnosti, od koga bi i on sam profitirao bez mnogo angažovanja i izdataka. Iz navedenog se može zaključiti

da najveći rizik poslovanja preduzeća snosi većinski vlasnik kapitala i zato je opravdano da se njegov interes zaštiti i da on, preko odluka u skupštini preduzeća, jedini ima aktivnu legitimaciju da predlaže rešavanje likvidnosti pokretanjem prethodnog stečajnog postupka sa unapred pripremljenim planom reorganizacije.

Kada su u pitanju mala potraživanja poverilaca, u situaciji kada postoji velika disperzija malih potraživanja, mali poverioci se svi uglavnom ponašaju na isti način, pasivno iščekuju da posao obavi neko drugi i da ne postoje rešenja za problem, mali poverioci bi ostali bez ikakvog uticaja na pripremu i usvajanje UPPR-a. Nasuprot tome, svi oni imaju jasan interes da preduzeće opstane, da UPPR bude realan i kontrolisan da bi njegovom primenom ostvarili cilj, odnosno naplatili potraživanje i nastavili poslovnu sardanju sa dužnikom, a postavlja se pitanje kako obezbediti potrebnu kolektivnu akciju individualno nezainteresovanih sitnih poverilaca, vlasnika malih potraživanja, radi očuvanja i uvećanja njihove imovine.

S tim u vezi je potrebno ukazati i da je ta pomenuta, ista sloboda pregovaranja najčešće sa velikim poveriocima, otvorila prostor za manipulaciju i zloupotrebe koje su se do sada evidentno pojavljivale u praksi, počev od planova reorganizacije koji su se svodili na spisak želja, a najčešće se bazirali na budućim neizvesnim okolnostima, do onih u kojima su izigrani manjinski poverioci kao i brojne zloupotrebe kada su u pitanju povezana lica.

Pokušaj za ograničavanjem takve slobode i njenih posledica, ogleda se u donošenju Pravilnika o načinu sprovođenja reorganizacije unapred pripremljenim planom reorganizacije i sadržini tog plana<sup>133</sup> sa jasnim ciljem zaštite interesa i jednakog tretmana svih poverilaca, naročito manjinskih, koji najčešće ne učestvuju u prethodnom pregovaranju sa dužnikom niti ostalim velikim poveriocima jer svojim glasom ne mogu bitno da utiču na donošenje odluka niti kreiranje UPPR-a.

Iako zaposleni predstavljaju veoma značajnu kariku u poslovanju svakog privrednog subjekta i lice zainteresovano za poslovanje preduzeća, Zakon o stečaju ne propisuje neke posebne dogovore sa zaposlenima kao uslov usvajanja UPPR-a, osim što su njihova potraživanja svrstana u prvi isplatni red, uz unapred zakonom ograničenje maksimalne visine isplate potraživanja tog reda. U teoriji se smatra, da interesi zaposlenih ne mogu biti ozbiljno ugroženi nestručnim ili nesavesnim upravljanjem i dovođenjem preduzeća u stanje

---

<sup>133</sup> „Službeni glasnik RS“ broj 37 od 01.06.2010. godine

finansijskih teškoća, zato što se njihovo potraživanje prema društvu svodi na isplatu naknada zarada, eventualno nekih nagrada ili drugih beneficija, da se navedene isplate odvijaju u kratkim rokovima i dug prema zaposlenima nikada ne može biti toliko visok da ugrozi usvajanje UPPR-a, tako da ni visina njihove štete ne može biti velika.

Pored navedenog, u slučaju kada se preduzeće nađe u situaciji preteće nelikvidnosti ili ranije, zaposleni uvek mogu da napuste preduzeće bez velikih gubitaka i eventualna potraživanja manjeg obima da ostvare u postupku stečaja kao poverioci koji imaju prioritetni rang u naplati potraživanja u stečaju, u Srbiji i svuda u svetu u određenom obimu, odnosno do određene visine potraživanja propisanog zakonom o stečaju.

Kada je u pitanju primena opštih i posebnih propisa u uređivanju ugovornih odnosa koji se odnose na UPPR može se zaključiti sledeće:

U svim pravnim sistemima, na opšte prihvaćenom principu autonomije volje ili slobode ugovaranja bazira se moć ugovornih strana da svojom voljom stvore, promene ili ukinu obligaciono pravne odnose, što znači da je ugovor delo stranaka, one ga stvaraju saglasnošću svojih volja i sopstvenim dispozicijom menjaju ili ukidaju uz minimalne imperativne norme propisa svake zemlje.

Istraživanja su pokazala da su interesi privrednih subjekata za uređivanjem sopstvenih odnosa na autonomnoj osnovi (putem uzansi, običaja, poslovnih običaja, poslovnog morala, opšte poznatih i samoregulacijom stvorenih uslova poslovanja) primarne i imale su za posledicu regulisanje okvira ugovaranja tako da sadrži elemente zakonodavstva i to pre svega formulisane na dispozitivni način. Stoga je logično zaključiti da će poželjna kombinacija zakonodavstva, regulacije, samoregulacije, dobrovoljnih standarda itd. u ovoj oblasti varirati od zemlje do zemlje. Neophodno je da nauka i kompanije redovno pažljivo prate takva prilagođavanja i da ažuriraju svoje sisteme upravljanja u skladu sa tim, a prilikom optiranja između zakonske regulative, uređivanja odnosa ugovaranja ili regulative koja umesto da uniformiše, nastoji da obezbedi instrukcije, preporuke, uputstva okvira ponašanja (model zakoni, kodeksi, vodiči za primenu pravila) – meko pravo „soft law, - opredeljenje svake zemlje treba da bude – meko pravo.

Izmenjena regulativa u smislu sve rasprostranjenije primene mekog prava, stavlja se u službu logike privrednog života, tako da je celokupno komercijalno pravo podrška mogućnosti afirmacije interesa svakog privrednog subjekta

kojim mu se daje mogućnost da svoje poslovne odnose uredi na način kako mu najviše odgovara.

U ovoj materiji se postavlja pitanje, koliko regulativa koja se odnosi na razne vidove reorganizacije, treba da bude harmonizovana na nivou cele Evropske Unije, a koliko treba da ostane na nacionalnom nivou i sadrži posebnosti zemlje i okruženja u kome se nalazi<sup>134</sup> privredni subjekt. Na osnovu istraživanja se može utvrditi, da je potrebno harmonizovati regulativu u ovoj oblasti radi lakšeg poslovanja na internacionalnom nivou, što ima svoje prednosti ali i nedostatke. Međutim, jednom harmonizovana kompanijska regulativa, naročito iz oblasti restrukturiranja ostaje teško promenljiva, a nesporno je da postoji potreba kontinuiranih izmena u ovoj oblasti.

Zakon o obligacionim odnosima Republike Srbije, kao opšti zakon koji se primenjuje na ugovorne odnose strana, trpi izvesne korekture na planu osnovnih načela ali i u konkretnim rešenjima kada je u pitanju UPPR kao ugovor. Posebnosti ugovora u privredi nalažu da se u određenim slučajevima moraju predvideti posebna pravila. U tom smislu je normiran stav zakona prema kome se odredbe, koje se odnose na ugovore, primenjuju na sve ugovorne odnose osim ako za ugovore u privredi nije izričito drugačije određeno.

Može se zaključiti da svaki pravni sistem, dopušta slobodu ugovaranja, ali predviđa i granicu do koje se ta sloboda može prostirati, koja nije nikada apsolutna i može se samo govoriti o njenim širim ili užim okvirima primene. Njoj se suprotstavljaju opšta pravila društvenog poretka čija sadržina i okvir zavise od prirode i karaktera osnovnih principa na kojima je zasnovan jedan postojeći društveni sistem. Neki inostrani propisi imaju različite pojmove kojima se na opšti način ograničava sloboda ugovaranja ugovornih strana, neki poznaju javni poredak i dobre običaje (francuski građanski zakonik, švajcarski zakonik o obligacijama) drugi, samo dobre običaje (nemački i austrijski Građanski zakonik), domaće pravo poznaje javni poredak i dobre običaje.

Jedno od osnovnih pitanja u materiji ugovora, pored autonomije volje i njenih ograničenja jeste i prihvatanje i primene načela po kome se ugovori zaključuju solo consensu. Pošto je konsensualizam princip našeg i drugih uređenih pravnih sistema, to znači da zaključenje ugovora ne podleže nikakvoj formi, osim ako je zakonom drugačije određeno. To podrazumeva

---

<sup>134</sup> Monsallier, M.C., (1998). *L'aménagement contractuel du fonctionnement de la société anonyme*, LGDJ, Paris.

da ugovorne strane prilikom zaključenja ugovora, u principu mogu ispoljiti svoju volju na bilo koji dozvoljen način, odnosno nisu obavezne da se prilikom zaključenja ugovora potčine ispunjenju unapred predviđenih formi, što bi važno kod svih ugovora kod kojih je prethodilo samorestrukturiranje, dok UPPR i plan reorganizacije u stečaju po domaćem pravu moraju biti zaključeni u zakonom propisanoj pisanoj formi i predstavljaju izvršnu ispravu.

Dalje, ugovor u principu poizvodi pravna dejstva koja se odnose samo na ugovorne strane u čemu se ogleda njegovo relativno obeležje. Izutetak od principa relativiteta ispoljava se u slučaju UPPR-a i plana reorganizacije u postupku stečaja, koji takođe predstavljaju ugovore za čije dejstvo nije potrebna autonomija volje svakog ugovarača već većine poverilaca po visini potraživanja i po klasama poverilaca koje definiše svaki zakon kao i domaći propis, odnosno većine poverilaca u nekim inostranim pravima kao što je to u američkom pravu.

Zbog svega navedenog, afirmacija autonomije volje ugovornih strana naišla, je na široku primenu kod zaključivanja sporazuma o primeni i sprovođenju mera restrukturiranja. Tako je ugovornim stranama prepušteno da u potpunosti uredi svoje odnose na način kako im najviše odgovara, gde god je to moguće, osim u slučajevima gde *lex specialis* zakoni, kao što je zakon o stečaju propisuju nešto drugo, ali se u svakom slučaju afirmiše volja većine poverilaca, kao što je slučaj u UPPR-u i planu reorganizacije u slučaju bankrotstva.

Uloga poverioca u postupku pripreme i izrade UPPR-a je naravno, nezamenljiva. Poverioci su jedna ugovorna strana u UPPR-u a druga je dužnik. Pravilo je da se njima u pregovorima oko izrade i usvajanja plana, prezentuju ažurirane poslovne knjige sa tačnim pregledom svih potraživanja, biznis plan, vanredna revizija finansijskih izveštaja<sup>135</sup>, lista poverilaca koji su presudni za glasanje. Dakle, prezentuje im se skica plana koja sadrži sve elemente predviđene u Pravilniku o načinu sprovođenja reorganizacije unapred pripremljenim planom reorganizacije („Službeni glasnik RS“ broj 37 od 01.06.2010. god.), i to:

---

<sup>135</sup> Nije obavezan element unapred pripremljenog plana reorganizacije u slučaju predviđenom članom 5. stav 2. Pravilnika o načinu sprovođenja reorganizacije unapred pripremljenim planom reorganizacije („Službeni glasnik RS“ broj 37 od 01.06.2010. god.)



1. Odredba da će potraživanje poverioca koji nije obuhvaćen odredbama plana o namirenju poverilaca biti namireno na isti način i pod istim uslovima kao potraživanja drugih poverilaca njegove klase;
2. Izjava većinskih poverilaca da su saglasni sa planom.

Navedenom izjavom poverioci utvrđuju da su im činjenice u vezi sa planom reorganizacije poznate, da su brižljivo izanalizirali sve okolnosti koje su dovele do insolventnosti dužnika, razmatrali sve opcije njegovog mogućeg izlaska iz krize, procenili da upravo taj put i način reorganizacije najbolje štiti i realizuje njihove interese, pa samim tim (s obzirom da njihova izjava obavezuje i poverioce koji ne učestvuju u glasanju ili budu protiv njegovog izglasavanja) preuzimaju odgovornost za eventualnu naknadu štete ukoliko se u daljem toku postupka utvrdi da je plan izdejtvovan na prevaran ili nezakonit način. Naravno njihova izjava se bazira na izjavi stečajnog dužnika kojom garantuje da su podaci i informacije koji su uneti u unapred pripremljenom planu reorganizacije stečajnog dužnika verodostojni podataka:

1. Izjava podnosioca plana o verodostojnosti podataka i informacija navedenih u planu;
2. Vanredni izveštaj revizora;
3. Podaci o postupku pripreme i danu sačinjavanja plana;
4. Izjava revizora ili stečajnog upravnika o izvodljivosti plana reorganizacije
5. Navedena izjava nije obavezujući element plana reorganizacije, podnetog u redovnom stečajnom postupku. Ukoliko je izjava - mišljenje negativno, stečajni sudija nije ovlašćen da isti odbaci, jer se njegova ovlašćenja svode na tačnost podataka, urednost i potpunost plana. Sa mišljenjem će biti upoznati poverioci stečajnog dužnika, kako bi isto imali u vidu prilikom glasanja o predlogu plana reorganizacije.<sup>136</sup>
6. Izjava o očekivanim bitnim događajima koji mogu da nastupe nakon sačinjavanja plana reorganizacije;

---

<sup>136</sup> Odgovori na pitanja privrednih sudova koji su usvojeni na sednicama održanim 8. i 22.11.2011. godine i objavljeni u Sudskoj praksi privrednih sudova – Bilten broj 4/2012

7. Kroz izveštaj o očekivanim bitnim događajima nakon sačinjavanja plana poverioci se upoznaju sa svim potencijalnim problemima u sprovođenju plana, novim zaduženjima i teretima.
8. Informacije o angažovanju stručnih lica;
9. Obaveštavanje inostranih poverilaca.

Nakon dobijanja i analize konačnih stavova poverilaca, pristupa se izradi konačnog unapred pripremljenog plana reorganizacije, koji, između ostalog, sadrži listu svih poverilaca, klase i kriterijume za njihovo formiranje, kao i pregled isplata po godinama i klasama poverilaca, iskazan u ukupnom iznosu kojim se namiruje svaka klasa i u vremenskom okviru u skladu sa planom.

#### ***Vrste poverilaca i kriterijumi za njihovo razlikovanje u postupku reorganizacije***

Ukoliko posmatramo aspekt dospelosti potraživanja poverilaca u momentu podnošenja plana reorganizacije sudu, poverioci se mogu razvrstati u grupu:

- Poverilaca dospelih potraživanja,
- Poverilaca nedospelih potraživanja.

Na dan održavanja ročišta za razmatranje plana reorganizacije i glasanje od strane poverilaca, pak, sva potraživanja poverilaca se smatraju dospelim.

Ukoliko posmatramo da li su potraživanja poverilaca, po osnovu, visini, procentu i dinamici namirenja, obuhvaćena planom reorganizacije, poverioci se mogu razvrstati u grupu:

- Poverilaca obuhvaćenih planom reorganizacije,
- Poverilaca koji nisu obuhvaćeni planom.

Navedena podela pokazuje se značajnom sa aspekta ostvarivanja prava poverilaca u okviru postupka reorganizacije ili u okviru parničnog postupka, pri čemu treba razlikovati situaciju kada je plan reorganizacije podnet u toku stečajnog postupka, od situacije u kojoj je reč o UPPR – u.

Prema kriterijumu da li imaju pravo glasa na ročištu za glasanje za razmatranje plana reorganizacije i glasanje od strane poverilaca, poverioci se dele na:

- Poverioce koji glasaju, u koju grupu spadaju: stečajni i razlučni poverioci,
- Poverioce koji ne glasaju, u koju grupu spadaju: založni poverioci, povezana lica sa stečajnim dužnikom koja čine posebnu klasu, kao i poverioci čija potraživanja prema planu reorganizacije treba da budu u potpunosti izmirena pre početka primene plana reorganizacije, koji čine posebnu klasu (smatra se da je u toj klasi plan reorganizacije usvojen).

### ***Založni poverioci***

Založni poverioci su poverioci koji imaju založno pravo na stvarima ili pravima stečajnog dužnika o kojima se vode javne knjige i registri, a nemaju novčano potraživanje prema stečajnom dužniku koje je tim pravom obezbeđeno. Oni nisu ni stečajni, ni razlučni poverioci i nemaju obavezu podnošenja prijave. *Zakonom o stečaju („Sl. Glasnik RS“ br. 104/2009, 99/2011, 71/2012 (Odluka Ustavnog suda))* njihov položaj je detaljnije definisan. Naime, isti su dužni da obaveste sud o postojanju svog prava u roku za podnošenje prijave potraživanja, sa naznakom iznosa potraživanja prema trećem licu koje je obezbeđeno imovinom stečajnog dužnika.

Kako isti, ovakvim zakonskim rešenjem, nisu prekludirani u smislu roka za obaveštenje suda, postavlja se pitanja momenta kada oni gube svojstvo založnog poverioca. U slučaju bankrotstva, reč je o momentu kada postane pravosnažno rešenje nadležnog suda o brisanju tereta usled prodaje imovine opterećene založnim pravom. Ukoliko, dakle, do tog momenta založni poverilac ne obavesti sud o svom pravu, i pored činjenice da je isto upisano u javne knjige, isti gubi svojstvo založnog poverioca.

U postupku reorganizacije, pak, založni poverilac ima poseban položaj, iako spada u grupu poverilaca koji ne glasaju o planu. Naime, *Zakon o stečaju*, u članu 157. stav 3. predviđa da se ne mogu menjati ili umanjiti prava založnih poverilaca bez njihove prethodne saglasnosti. U planu reorganizacije moraju biti navedeni pravni poslovi na osnovu kojih je

zasnovano založno pravo, visina obezbeđenog potraživanja i dospelost u skladu sa zaključenim pravnim poslom.

Založni poverioci imaju presudan glas u slučaju umanjenja ili izmene njihovih prava kada su u pitanju:

- pravni poslovi na osnovu kojih su stekli zalogu, kao i novčano potraživanje prema trećem licu,
- imovina na kojoj imaju založno pravo

za bilo koju meru koja se odnosi na te poslove i tu imovinu. U tom smislu, rešenje kojim se potvrđuje usvajanje plana reorganizacije mora se dostaviti neposredno založnom poveriocu, na koje on ima pravo žalbe.

Kako postoje mnoga sporna pitanja u vezi sa položajem i „tretmanom“ založnog poverioca, novim izmenama Zakona o stečaju trebalo bi ista rešiti, a među njima i pitanje: momenta podnošenja obaveštenja, postupka u slučaju osporavanja samog založnog prava, ili visine, prava založnih poverilaca koja su ta prava stekli unutar 60 dana od dana otvaranja stečajnog postupka.

Specifična situacija postoji kada poverilac ima novčano potraživanje prema stečajnom dužniku, a isto je obezbedio zalogom na imovini trećeg lica. Isti, dakle, ima status stečajnog poverioca, ali se njegovi interesi u odnosu na ostale stečajne poverioce mogu razlikovati, te se može razmatrati celishodnost formiranja posebne podklase stečajnih poverilaca kada su isti u pitanju.

Prema kriterijumu da li su poveriocima u momentu glasanja priznata ili osporena, odnosno neispitana potraživanja, poverioce možemo grupisati na:

- poverioce sa priznatim potraživanjima,
- poverioce sa osporenim potraživanjima,
- poverioce čija potraživanja nisu ispitana.

Odredbama člana 165. stav 1. Zakona o stečaju („Sl. Glasnik RS“ br. 104/2009, 99/2011, 71/2012 (Odluka Ustavnog suda))<sup>137</sup> je predviđeno da

---

<sup>137</sup> Zakon o stečaju („Sl. Glasnik RS“ br. 104/2009, 99/2011, 71/2012 (Odluka Ustavnog suda))

pravo glasa o planu reorganizacije imaju svi poverioci, srazmerno visini njihovih potraživanja po klasama, a u slučaju kada je potraživanje osporeno ili neispitano, stečajni sudija će izvršiti procenu visine potraživanja u svrhu glasanja. Član 160. stav 2. Zakona o stečaju („Sl. Glasnik RS“ br. 104/2009, 99/2011, 71/2012 (Odluka Ustavnog suda)) propisuje da će stečajni sudija, na predlog zainteresovanog lica ili po predlogu privremenog stečajnog upravnika, izvršiti procenu visine potraživanja za potrebe glasanja preko ovlašćenog stručnog lica – procenitelja, koja procena ne može biti starija od dvanaest meseci.

### ***Uloga suda prilikom usvajanja UPPRa***

Kada su u pitanju ovlašćenja suda tokom postupka glasanja o planu reorganizacije, možemo govoriti o: proceni od strane suda potraživanja pojedinih poverilaca radi njihovog prava glasa, mogućnost davanja naloga u pogledu formiranja dodatnih ili posebne klase poverilaca, kao i rukovođenje i kontrolu samog postupka glasanja.

Ako su pojedini poverioci stavili primedbe zbog procene njihovih potraživanja od strane stečajnog sudije na tom ročištu ili načina formiranja klasa, navedene primedbe će sud ceniti u obrazloženju rešenja kojim potvrđuje usvajanje plana ili konstatuje da plan nije usvojen, ali neće uticati na donošenje samog rešenja.

Eventualne primedbe poverilaca na računanje glasova u okviru klasa prilikom glasanja, odnosno da plan nije izglasan na način kako to propisuje član 165. stav 9. Zakona o stečaju („Sl. Glasnik RS“ br. 104/2009, 99/2011, 71/2012 (Odluka Ustavnog suda)), mogu se staviti i posle glasanja, kada stečajni sudija ceni da li je plan reorganizacije prihvaćen na propisan način od strane svih klasa, na koji način ceni i iznete primedbe prilikom donošenja rešenja kojim potvrđuje usvajanje plana ili konstatuje da plan nije usvojen.<sup>138</sup>

Prema kriterijumu procentualnog učešća potraživanja poverilaca prema stečajnom dužniku u potraživanjima klase kojoj pripadaju, poverioci se dele na:

- Manjinske poverioce i

---

<sup>138</sup> Privredni apelacioni sud – Pitanja i odgovori – radni materijal sa XX savetovanja privrednih sudova Republike Srbije, Zlatibor, septembar 2012 godine

- Većinske poverioce (banke, ključni dobavljači, država).

Poverioci čija su potraživanja manja od 50% potraživanja njihove klase čine manjinske poverioce. Ovi poverioci se namiruju na način i pod uslovima koji su prihvaćeni od strane poverilaca sa većinskim učešćem u njihovoj klasi i u situaciji da nisu učestvovali u glasanju za takvo namirenje, odnosno plan, ili da su glasali protiv usvajanja takvog plana. Samim tim, može se desiti da se glasovima većine usvoji plan reorganizacije kojim se poverioci u manjini stavljaju u neravnopravan položaj u odnosu na stanje u kome bi se našli da je stečaj okončan bankrotstvom.

Za razliku od Zakona o stečaju Republike Srpske, Zakon o stečaju Republike Srbije nije predvideo zaštitu manjinskih poverilaca u postupku reorganizacije, što treba uzeti u obzir pri sledećim izmenama istog. Istina, oni mogu uložiti prigovor na usvojeni plan reorganizacije, ali odluka o tom prigovoru nije uslovljena postojanjem zakonskih pretpostavki za ocenu njegove osnovanosti - sud se bavi pitanjem urednosti plana, ovlašćenim predlagačima, obaveznim elementima plana i rokovima.

Prema zakonskom rešenju Republike Srpske, najkasnije na ročištu za glasanje o predloženom planu reorganizacije može manjinski poverilac uložiti prigovor, uz uslov da dokaže da je predloženim planom reorganizacije stavljen u lošiji položaj od onog u kome bi se našao da nema plana. Kako je teret dokazivanja ovakvog položaja na manjinskom poveriocu, ni ovaj mehanizam, tj. institut prigovora se ne pokazuje najadekvatnijim.

Intencija našeg zakonodavca, dakle, treba da ide u pravcu obezbeđenja zaštite prava manjinskih poverilaca, i to u smislu:

1. Odbačaja predloženog plana po službenoj dužnosti ili prigovoru/primedbi oštećenog poverioca,
2. Oglašavanja ništavim usvojenog plana reorganizacije suprotno načelu jednakog pravnog položaja svih pripadnika iste klase.

Odstupanje od tog pravila može se dopustiti samo uz izričitu saglasnost poverioca čija su prava povređena planom reorganizacije.

Postupak po prigovoru da je planom reorganizacije manjinskom poveriocu pogoršan položaj mora biti detaljno propisan u smislu određivanja objektivnih merila i kriterijuma, čije postojanje mora dokazati sam

predlađač plana. On, naime, mora pružiti relevantne ekonomske pokazatelje da se predloženim planom poboljšava imovinsko pravni položaj svim poveriocima, odnosno da se nijednom poveriocu protiv njegove volje taj položaj ne pogoršava u odnosu na onaj u kome bi se našao u slučaju da se stečaj okonča bankrotstvom. Presudna je svakako uloga stečajnog sudije, koji u postupku ocene urednosti i dopuštenosti predloženog plana reorganizacije donosi rešenje sa stanovišta zakonom propisanih kriterijuma za formiranje poverilačkih klasa.<sup>139</sup>

U svetlu razlikovanja prava i interesa, te uticaja manjinskih i većinskih poverilaca, potrebno je ukazati i na Odgovor utvrđen na sednicama Odeljenja za privredne sporove Višeg trgovinskog suda od 28.10.2009. i 24.11.2009. godine (Naslove priredio dr Vladimir Kozar).

„Nema zakonskih smetnji da se u izmenjenom planu reorganizacije ponude nepovoljniji uslovi izmirenja dugova u odnosu na ranije usvojeni plan reorganizacije bez obzira što poverilac koji je u međuvremenu otkupio potraživanje od nekih poverilaca postaje većinski poverilac i glasanjem za izmenjeni plan u znatnoj meri smanjuje potraživanje preostalih poverilaca. Ovakav zaključak proizlazi iz odredbe člana 132. stav 2. Zakona o stečajnom postupku, kojom je propisano da se usvojeni plan reorganizacije može menjati pod istim uslovima i na isti način na koji je i donet.“

Ukoliko se kao kriterijum posmatra postojanje uslova za priznanje potraživanja, razlikujemo:

- Poverioce sa priznatim potraživanjem pod odložnim uslovom i
- Poverioce čije potraživanja nije uslovljeno nastupanjem neizvesne činjenice.

Značaj navedenog razlikovanja ogleda se u sledećem. Naime, poverilac sa priznatim potraživanjem pod odložnim uslovom, pod određenim okolnostima, može glasati o Planu reorganizacije u posebnoj klasi u koju su razvrstani različni poverioci, dok poverilac sa priznatim potraživanjem ima pravo glasa bez ikakvih ograničenja (izuzev ako spada u grupu založnih poverilaca, povezanih lica, odnosno poverilaca čije je namirenje u celosti predviđeno planom).

---

<sup>139</sup> Slijepčević, D., (2009) *Zaštita manjinskih poverilaca u postupku reorganizacije*, Dr Dragiša Slijepčević, sudija Ustavnog suda Srbije, Pravni informator 10/2009, oktobar 2009. godine

Naime, poverilac koji je zaključio neki pravni posao sa stečajnim dužnikom pod odložnim uslovom i koji je to pravo obezbedio ručnom zalogom ili hipotekom, će imati svojstvo poverioca na ročištu za glasanje o Planu reorganizacije, ako do dana glasanja bude ispunjen odložni uslov.

Poverilac obezbeđenog uslovnog potraživanja stoga nema status poverioca, pa ni razlučnog poverioca, prilikom glasanja o Planu reorganizacije, ako se do tog momenta ne ostvari odložni uslov.

Zakon o obligacionim odnosima, u članu 74. stav 1. i 2, definiše kada se ima smatrati da je ugovor zaključen pod odložnim uslovom i to ukoliko njegov nastanak zavisi od neizvesne činjenice, te ako se uslov ispuni, ugovor između ugovornih strana deluje od trenutka njegovog zaključenja. Iako dejstvo ugovora zaključenog pod odložnim uslovom zavisi od nastupanja uslova, ugovor postoji i uslovno pravo tog poverioca je obezbeđeno.

Poveriocu čije je potraživanje vezano za odložni uslov obezbeđuju se odgovarajuća sredstva iz stečajne mase, s tim da se potraživanje vezano za odložni uslov gasi, ako odložni uslov ne nastupi do pravosnažnosti rešenja o glavnoj deobi stečajne mase, shodno članu 87. stav 1. i 2. Zakona o stečaju.

Sa tim u vezi je potrebno istaći da je faza glasanja o Planu reorganizacije po svojim procesnopравnim posledicama izjednačena sa fazom glavne deobe u postupku stečaja bankrotstvom.<sup>140</sup>

### ***Poreska uprava kao poverilac***

Predlog plana reorganizacije, odnosno UPPR mora biti, shodno članu 163. stav 2. tačka 2. Zakona o stečaju, u skladu sa drugim propisom, odnosno, kada je u pitanju poreska uprava, kao poverilac,<sup>141</sup> u skladu sa Zakonom o poreskom postupku i poreskoj administraciji ("Službeni glasnik RS", br. 80/02, 84/02 - ispravka, 23/03 - ispravka, 70/03, 55/04, 61/05, 85/05 - dr. zakon, 62/06 - dr. zakon, 61/07, 20/09, 72/09 - dr. zakon, 53/10, 101/11, 2/12 - ispravka, 93/12, 47/13, 108/13). U suprotnom, isti će stečajni sudija,

---

<sup>140</sup> Prezentacija i analiza sudske prakse u vezi reorganizacije, Gordana Ajnšpiler Popović, sudija Privrednog apelacionog suda

<sup>141</sup> Snežana, C., Milorad, M., (2017) *Periodično finansijsko izveštavanje u funkciji poslovnog odlučivanja preduzeća u restrukturiranju*, Računovodstvo, Časopis za računovodstvo, reviziju i poslovne finansije, Izdavač: Računovodstvo doo Beograd, suizdavač: Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd



po službenoj dužnosti ili po predlogu zainteresovanog lica, odbaciti. Na takav plan reorganizacije, poreska uprava kao poverilac neće dati saglasnost.

Konkretno, kada su u pitanju mere realizacije plana reorganizacije: otpust duga i predviđanje otplate u ratama, konverzija i odustajanje od založnog prava, reprogram, Poreska uprava, kao poverilac, će postupati u svojim odlukama u skladu sa ZPPA.

Odredbom člana 74a stav 1. ZPPA propisano je da nadležni organ može (izuzetno od člana 73. stav 4 istog zakona), na zahtev poreskog obveznika za davanje saglasnosti na predloženi plan reorganizacije u smislu zakona kojim se uređuje stečaj, dati saglasnost za odlaganje plaćanja dugovanog poreza, čije je izmirivanje sastavni deo tog plana, u jednakim ratama do 60 meseci, uz mogućnost korišćenja odloženog plaćanja za prvih 12 meseci primene plana reorganizacije.

Imajući izloženo u vidu, pokazuje se celishodnim, s obzirom na kriterijume za formiranje dodatnih klasa u smislu člana 165. stav 6. tačka 1. Zakona o stečaju („Sl. Glasnik RS“ br. 104/2009, 99/2011, 71/2012 (Odluka Ustavnog suda)), odnosno suštinsku karakteristiku poreskog potraživanja, formiranje posebne klase u koju bi bilo svrstano poresko potraživanje. Ovome treba dodati i činjenicu da je poresko potraživanje javnopravnog karaktera, da nije dozvoljen otpis poreskog potraživanja, da je jasno uređen način namirenja putem reprograma, da ne postoji mogućnost ugovaranja visine i stope kamate.

U slučaju da dužnik ne izmiri obavezu saglasno usvojenom UPPR tj. Planu reorganizacije, Poreska uprava će započeti postupak prinudne naplate poreskog potraživanja saglasno pravilima poreskog postupka.

### ***Regresni poverilac***

Regresni, odnosno supsidijarni poverilac je solidarni sadužnik stečajnog dužnika – jemac platac, koji je izmirio obavezu stečajnog dužnika prema njegovom poveriocu i po osnovu prava regresa na ime personalne subrogacije ima pravo da potražuje to regresno potraživanje od stečajnog dužnika. Regresni poverilac, pa čak i ako mu je uslovno priznato regresno potraživanje, ima pravo da glasa o planu reorganizacije, odnosno unapred pripremljenom planu reorganizacije, ukoliko je do ročišta za glasanje o istom izmirio obavezu stečajnog dužnika prema njegovom poveriocu. Ukoliko to nije slučaj, isti o planu neće glasati, već će to učiniti poverilac

stečajnog dužnika u svojstvu stečajnog poverioca kome nije izmireno potraživanje.

### ***Ovlašćenja poverilaca***

Među najznačajnijim ovlašćenjima – pravima poverilaca u postupku reorganizacije potrebno je ukazati na sledeća:

- Da budu predlagači plana reorganizacije (različni poverioci koji imaju najmanje 30% obezbeđenih potraživanja u odnosu na ukupna potraživanja prema stečajnom dužniku, stečajni poverioci koji imaju najmanje 30% neobezbeđenih potraživanja u odnosu na ukupna potraživanja prema stečajnom dužniku)<sup>142</sup>,
- Da pokrenu postupak izvršenja po osnovu plana reorganizacije kao izvršne isprave i u skladu sa istim (u suprotnom izvršenje će biti dozvoljeno samo u delu koji je u skladu sa planom, a za potraživanja koja prelaze usvojeni plan reorganizacije, predlog će biti odbijen, jer za taj deo poverilac nema izvršnu ispravu).
- Sa druge strane, interesantnim se pokazuje odgovor Privrednog apelacionog suda na pitanje: „Da li odluka o usvajanju plana reorganizacije za izvršnog dužnika u stečajnom postupku, čije je usvajanje potvrđeno odlukom suda ima uticaja na postojeće postupke izvršenja?“ Odgovor je svakako, ima uticaja.

Naime, navedena odluka podrazumeva istovremeno otvaranje stečajnog postupka usvajanje unapred pripremljenog plana reorganizacije i obustavljanje stečajnog postupka. Prema članu 93. Zakona o stečaju, pravna posledica otvaranja stečajnog postupka nad dužnikom je obustava izvršnog postupka. Postupak koji je obustavljen ne može se nastaviti.

Sa druge strane, razlog za obustavu po službenoj dužnosti, u smislu izvršenja predstavlja činjenica da UPPR ima prirodu sporazuma između poverilaca i dužnika, overenog od strane suda.<sup>143</sup>

---

<sup>142</sup> Član 161. stav 1. Zakona o stečaju („Sl. Glasnik RS“ br. 104/2009, 99/2011, 71/2012 (Odluka Ustavnog suda))

<sup>143</sup> Privredni apelacioni sud – Pitanja i odgovori – radni materijal sa XX savetovanja privrednih sudova Republike Srbije, Zlatibor, septembar 2012 godine

- Da glasaju u okviru klasa, i to običnom većinom ukupnih potraživanja poverilaca u klasi,
- Da predlože bankrot usled neizvršenja plana (nepostupanja po usvojenom planu ili postupanja suprotno planu reorganizacije ako se time ugrožava sprovođenje plana), koji se ima smatrati neurednim predlogom za pokretanje stečajnog postupka.
- U konkretnom slučaju, sudija će naložiti uređenje predloga. Ali rešenje o bankrotstvu zavisi od glasanja poverilaca koji imaju više od 70% ukupnih potraživanja na prvom poverilačkom ročištu. Ukoliko je, pak, isti izdejstvovan na prevaran ili nezakonit način sudija, po predlogu poverioca za pokretanje stečajnog postupka, istim rešenjem otvara stečajni postupak i određuje da se isti sprovedi bankrotstvom ukoliko utvrdi da je ispunjen ovaj razlog.<sup>144</sup>
- Da pokrenu spor/podnesu tužbu za obavezivanje privrednog subjekta u skladu sa planom reorganizacije (u procentu), na način i u rokovima plana, i to u slučaju da nije u toku stečaja prijavio svoje potraživanje i nije obuhvaćen planom.

Kada se plan reorganizacije usvoji, on ima snagu izvršne isprave i smatra se novim ugovorom za izmirenje potraživanja koja su u njemu navedena. Usvojeni plan reorganizacije ima dejstvo i prema poveriocima koji nisu za njega glasali, kao i prema poveriocima koji su sve vreme bili pasivni i nisu učestvovali u usvajanju navedenog plana, tako i prema poveriocima čija potraživanja navedenim planom nisu obuhvaćena. Razlika između poverilaca čija su potraživanja obuhvaćena planom i onih čija potraživanja nisu, nije u načinu i rokovima, kao i uslovima izmirenja potraživanja, već samo u činjenici da plan reorganizacije za poverioce čija su potraživanja obuhvaćena planom predstavlja izvršnu ispravu sa tačno određenom obavezom, dok za poverioce čija potraživanja nisu obuhvaćena planom, plan reorganizacije predstavlja mogući okvir namirenja, ali ne predstavlja i izvršnu ispravu jer ne sadrži njihovo konkretno potraživanje.<sup>145</sup>

Međutim, postoji i stav koji insistira na različitom rešavanju navedene problematike – nepodnošenja prijave potraživanja u stečajnom postupku,

---

<sup>144</sup> Privredni apelacioni sud, 21. savetovanje sudija privrednih sudova RS, Radni materijal, Zlatibor, 2013. godine,

<sup>145</sup> Odgovor utvrđen na sednici Odeljenja za privredne sporove Višeg trgovinskog suda od 5. i 25. oktobra i 7. i 14. novembra 2006. godine – priredio Vlada Kozar, sudija Višeg trgovinskog suda u Beogradu

kod unapred pripremljenog plana reorganizacije, sa jedne strane, i plana reorganizacije, podnetog u zakonskom roku, u toku stečajnog postupka, sa druge strane. Naime, UPPR sadrži, između ostalih, i odredbu kojom se određuje da će potraživanje poverioca koje nije obuhvaćeno odredbama plana o namirenju poverilaca biti namireno na isti način i pod istim uslovima kao potraživanje drugih poverilaca njegove klase. U takvoj situaciji, dakle, kada je reč o UPPR – u dozvoljena je tužba poverioca koji nije prijavio svoje potraživanje prema stečajnom dužniku pre obustave stečajnog postupka usled usvajanja UPPR-a.

Ukoliko takvo potraživanje bude dosuđeno, realizovaće se na način i pod uslovima predviđenim planom reorganizacije za klasu u koju bi isto bilo svrstano. Ukoliko je, pak, plan reorganizacije podnet u toku stečajnog postupka, a u smislu člana 162. Zakona o stečaju, i usvajanje istog potvrđeno, poverioci koji nisu prijavili svoje potraživanje u smislu člana 111. Zakona o stečaju, nisu ispunili uslov za podnošenje tužbe za potraživanja koja su dospela pre otvaranja stečajnog postupka nad stečajnim dužnikom, a nad kojim je stečajni postupak obustavljen usled usvajanja plana reorganizacije.<sup>146</sup>

Ustavni sud Srbije, insistira na razlikovanju situacije kod podnošenja plana reorganizacije u toku stečajnog postupka, od situacije kada se podnosi UPPR, sa sledećeg aspekta. Naime, kada je podnet UPPR, koji kao obavezan element sadrži odredbu da se njegova pravna dejstva protežu i na poverioce koji nisu obuhvaćeni planom, isti smatra da će UPPR biti neposredna izvršna isprava za sve takve poverioce čija su potraživanja nesporna pod uslovom izričitog priznanja subjekta reorganizacije o nespornosti osnova i visine potraživanja koje nije obuhvaćeno planom (prošireno dejstvo UPPR-a.). U suprotnom, kod odbijanja ovakvog zahteva, poverilac ne može neposredno na osnovu UPPR – a ostvariti svoje potraživanje, već će biti prinuđen da podnese tužbu za utvrđenje osnova i visine svog potraživanja, te će se tek po pravosnažnosti presude iz tog spora moći namiriti u skladu sa UPPR – om.

U okviru formiranih klasa, poverioci daju izjave o podršci planu kod UPPR-a. Reč je zapravo o nekom vidu saglasnosti poverilaca sa sadržinom plana, kojom se iskazuje spremnost za glasanje (pozitivno). Navedene izjave poverilaca moraju biti potpisane od strane zakonskog zastupnika poverioca koji je saglasan sa planom i spreman da glasa za njegovo usvajanje u

---

<sup>146</sup> *Privredni apelacioni sud, 21. savetovanje sudija privrednih sudova RS, Radni materijal, Zlatibor 2013. godine*

pisanom obliku, odnosno drugog lica koje je u te svrhe ovlašćeno aktima tog poverioca ili odlukom njegovog nadležnog organa i overene, i mogu predstavljati glasački listić.

Prateći dokument UPPR-a čini zbirni pregled svih izjava poverilaca po klasama sa procentom podrške ili izglasavanja.

Poverioci koji su usled prirode svojih potraživanja svrstani u više od jedne klase dužni su da daju posebnu izjavu za svaku klasu.

Izjava nema obavezujuće dejstvo, nije zamena za glasanje na ročištu za odlučivanje o predlogu i glasanje o planu i ne može biti data pod uslovom.

Izuzetak od opšteg pravila zakona, predstavlja izjava većinskih poverilaca koja sadrži i odredbu kojom poverilac izričito izjavljuje da je saglasan da se izjava istovremeno smatra glasačkim listićem u smislu odredbi zakona kojim se uređuje stečaj, a koje regulišu glasanje pisanim putem. U takvom slučaju, izjava ima obavezujuće dejstvo i smatra se glasačkim listićem.

Moguće je i povlačenje date izjave, ali da bi isto bilo punovažno mora biti učinjeno najkasnije tri dana pre dana održavanja ročišta za odlučivanje o predlogu i glasanje o planu, obaveštenjem suda u pisanom obliku, uz povlačenje izjave i na samom ročištu.<sup>147</sup>

- Da se, shodno članu 171. Zakona o stečaju, tokom sprovođenja usvojenog plana informišu i pristupe aktima subjekta reorganizacije u skladu sa odredbama zakona kojim se uređuju privredna društva koje se odnose na lična prava akcionara, pravo akcionara na informisanje i pristup aktima društva (poverioci na koje se plan odnosi).

### ***Formiranje klasa***

Na osnovu istraživanja u praksi, pokazalo se da pitanje i problematika formiranja klasa u našem zakonodavstvu, nije do kraja definisano, odnosno rešeno. I pored činjenice da je, pored obaveznih klasa, dozvoljeno formiranje i alternativnih klasa, te da broj istih nije zakonom ograničen, interesi svih poverilaca nisu u potpunosti zaštićeni. Dalje izlaganje biće

---

<sup>104</sup> Član 3 Pravilnika o načinu sprovođenja reorganizacije unapred pripremljenim planom reorganizacije i sadržini tog plana („Sl. Glasnik RS“ broj 37 od 01.06.2010. god.)

usmereno na identifikovanje konkretne problematike i predlaganje potencijalnih rešenja iste.

Sa tim u vezi, potrebno je u prvom redu navesti da se glasanje o Planu reorganizacije vrši u okviru klasa poverilaca. Potraživanja poverilaca dele se najmanje na klase po osnovu njihovih razlučnih prava i prava prioriteta njihovih potraživanja prema isplatnim redovima, u skladu sa odredbama člana 165. stav 3. Zakona o stečaju (tzv. „obavezne klase“). To znači da je najmanji broj klasa koji se formira identičan sa isplatnim redovima iz člana 54. Zakona o stečaju, uz posebno formiranu klasu razlučnih poverilaca. Navedeno je propisano iz razloga što u okviru iste klase ne mogu biti poverioci iz različitih isplatnih redova, zbog različitih interesa prilikom glasanja, vezano za redosled namirenja, a u pogledu klase razlučnih poverilaca, obzirom na način namirenja njihovih potraživanja.

Sa druge strane, imajući u vidu suštinske i stvarne karakteristike potraživanja poverilaca, njihov status i različite interese prilikom glasanja, zakonodavac je predvideo/propisao mogućnost formiranja alternativnih klasa.

### ***Legitimacija za formiranje klasa***

Zakon o stečaju je legitimaciju za formiranje klasa poverio predlagaču plana i samo u taksativno navedenim slučajevima stečajnom sudiji. Stečajni sudija može kako odobriti formiranje posebne klase, tako i naložiti njeno formiranje.

Sa jedne strane posmatrajući, administrativna klasa može biti formirana iz administrativnih razloga ako postoji više od 200 potraživanja čiji iznosi pojedinačno ne prelaze 20.000,00 dinara, pod uslovom da sud odobri formiranje takve klase.<sup>148</sup>

Sa druge strane, stečajni sudija samo u propisanim slučajevima (izuzeci od opšteg pravila) ima ovlašćenje da naloži predlagaču Plana reorganizacije formiranje dodatne ili posebne klase poverilaca. Nalog se daje u formi rešenja podnosiocu plana reorganizacije da u tom delu, u pogledu podele poverilaca na klase, izmeni, odnosno dopuni predlog Plana reorganizacije.

---

<sup>148</sup> Član 165. stav 8. Zakona o stečaju („Sl. Glasnik RS“ br. 104/2009, 99/2011, 71/2012 (Odluka Ustavnog suda))

Takođe, prilikom formiranja klasa (mada i u drugim fazama stečajnog postupka), postoje mogućnosti za ostvarivanje različitih interesa povezanih lica, na koje stečajni upravnik/revizor mora ukazati prilikom davanja mišljenja o njegovoj izvodljivosti (kada stečajni upravnik nije podnosilac plana).

Zakonko rešenje, u cilju sprečavanja da povezana lica kroz proces formiranja klasa ostvaruju svoje interese, predviđa u članu 165. stav 5. Zakona o stečaju da sud može naložiti formiranje posebne klase poverilaca ako na osnovu dostavljenih dokaza utvrdi da su poverioci koji imaju više od 30% potraživanja u okviru jedne od klasa:

1. lica povezana sa licem koje je kontrolni član ili akcionar ili poseduje značajno učešće u kapitalu stečajnog dužnika, u smislu zakona kojim se uređuju privredna društva,
2. pravna lica u kojima su lica iz tačke 1. ovog stava direktno ili indirektno kontrolni članovi ili akcionari, odnosno poseduju značajno učešće u kapitalu, u smislu zakona kojim se uređuju privredna društva,
3. lica koja sa licima iz tačke 1 i 2 ovog stava deluju zajedno u smislu zakona kojim se uređuju privredna društva.

Rešenje navedene problematike Predložene izmene Zakon o stečaju prevazilaze tako što im se uskraćuje pravo glasa. Naime, predviđeno je da lica povezana sa stečajnim dužnikom, u smislu ovog zakona, osim lica koja se u okviru svoje redovne delatnosti bave davanjem kredita, čine posebnu klasu poverilaca i ne glasaju o planu reorganizacije.

Naime, u najvećem broju slučajeva podnosilac plana reorganizacije je sam stečajni dužnik, odnosno vlasnici kapitala dužnika, koji upravljaju dužnikom preko organa upravljanja, a kontrolni su članovi poverilaca dužnika, što znači da upravljaju i tim društvima, koji treba da glasaju o planu reorganizacije, pa se ovi poverioci nalaze u sukobu interesa. Kada bi se istim omogućilo glasanje o planu, podnetom od strane njihovog kontrolnog člana, a zbog procenta potraživanja bi značajno uticali na tok glasanja, pretpostavka je da bi plan bio usvojen, bez mogućnosti da ostali poverioci odlučuju.

U slučaju plana reorganizacije podnetog u toku stečajnog postupka, potraživanja povezanih lica namiruju se na isti način i pod istim uslovima

kao potraživanja iz klase stečajnih poverilaca prema isplatnom redu u koji je razvrstano njihovo potraživanje.<sup>149</sup>

### ***Dileme prilikom formiranja klase razlučnih poverilaca***

Spornim pitanjem prilikom formiranja posebnih klasa poverilaca radi glasanja o predloženom planu reorganizacije pokazuje se pitanje, može li razlučni poverilac koji nema pokriće u vrednosti imovine na kojoj ima razlučno pravo biti raspoređen u klasu stečajnih poverilaca? Ovo naročito imajući u vidu da više razlučnih poverilaca može biti upisano na istoj imovini stečajnog dužnika sa zalagama različitih redova, a vrednost imovine je manja od vrednosti svih obezbeđenih upisanih potraživanja/zaloga. U postupku reorganizacije poverioci glasaju u skladu sa prirodom i vrstom svog potraživanja prema stečajnom dužniku. Razlučni poverilac ima pravo odvojenog namirenja i on glasa o planu reorganizacije sa stanovišta poverioca koji to pravo ima, te mu se isto ne može oduzeti svrstavanjem u klasu stečajnih poverilaca bez obzira što je njegova zaloga nižeg reda.

Ovde bi se, dakle, osnovano moglo postaviti pitanje da li razlučne poverioce koji imaju zaloge različitih redova valja svrstati u posebne klase, saglasno redu kojem njihove zaloge pripadaju. Ovo stoga jer se u praksi razlučni poverioci svrstavaju u istu klasu.<sup>150</sup> Tome treba dodati da je Predloženim izmenama i dopunama Zakona o stečaju u članu 165. stav 5. predviđeno ovlašćenje razlučnog poverioca da po ispunjenju određenih uslova ostvaruje pravo glasa u okviru klase potraživanja stečajnih poverilaca.

Reč je o sledećim uslovima:

- Postojanje i dostavljanje sudu procene vrednosti opterećene imovine, izvršene od strane ovlašćenog stručnog lica, a za potrebe procene verovatnoće namirenja njegovog potraživanja iz opterećene imovine,
- Izjašnjenje privremenog stečajnog upravnika da se razlučni poverilac ne može namiriti iz opterećene imovine.

---

<sup>149</sup> Član 165. stav 7. Zakona o stečaju („Sl. Glasnik RS“ br. 104/2009, 99/2011, 71/2012 (Odluka Ustavnog suda))

<sup>150</sup> Privredni apelacioni sud, 21. savetovanje sudija privrednih sudova RS, Radni materijal, Zlatibor 2013. godine, Pitanja i odgovori – stečajni postupak, pitanje broj 32



### ***Prioritet klasa poverilaca i namirenje preko nominalnog iznosa potraživanja***

Odredbama zakona koji uređuje stečaj propisan je prioritet, odnosno prvenstvo namirenja poverilaca više klase u odnosu na poverioce niže klase, i to kako do iznosa kojim se u potpunosti namiruju njihova prava, tako i kada je u pitanju namirenje u iznosu većem od nominalnog iznosa njihovog prvobitnog potraživanja, kao naknada za produženje rokova isplate.

### ***Aktuelna sudska praksa***

U praksi se postavilo pitanje da li poverioci kojima je u stečajnom postupku nad stečajnim dužnikom, u kome je pravosnažno potvrđeno usvajanje plana reorganizacije, priznato potraživanje i isti su obuhvaćeni planom reorganizacije mogu od jemca stečajnog dužnika zahtevati naplatu i koristiti sredstva obezbeđenja radi naplate novčanih potraživanja koja imaju prema stečajnom dužniku?

Naime, potraživanje poverioca od jemca i od glavnog dužnika treba posmatrati samostalno. Jemac i glavni dužnik odgovaraju solidarno do visine ukupne obaveze. Svaki od njih može, u smislu člana 414. stav 2. ZOO dugovati sa drugim rokom ispunjenja i pod drugim uslovima.

U konkretnoj situaciji poverilac pristaje na promenu načina, iznosa i rokova ispunjenja obaveze samo prema glavnom dužniku, koji je u reorganizaciji, dok ostali jemci, kao solidarni dužnici odgovaraju i dalje za celu obavezu, s tim što bi se u situaciji kada bi se poverilac namirio od stečajnog dužnika u skladu sa uslovima iz plana reorganizacije, za taj iznos bi se solidarni dužnik – jemac oslobodio obaveze.<sup>151</sup>

Kao sporno pravno pitanje u periodu od dana otvaranja stečajnog postupka do dana isteka roka za podnošenje i usvajanje plana reorganizacije, može se pojaviti pitanje sudbine parnica, nastalih u trenutku kada stečajni postupak ide svojim tokom, a pre nego što je usvojen plan reorganizacije. Reč je o parnicama koje nastaju kao posledica osporavanja potraživanja, bilo od strane stečajnog upravnika, bilo od strane drugog poverioca.

---

<sup>151</sup> Privredni apelacioni sud, 21. savetovanje sudija privrednih sudova RS, radni materijal, zlatibor 2013. godine

U slučaju kada poverilac kome je osporeno potraživanje u stečajnom postupku pokrene parnicu, istom se, za iznos osporenog potraživanja planom reorganizacije moraju rezervisati sredstva, predvideti postupak za izmirenje potraživanja i vremenska dinamika plaćanja.

Međutim, spornim se pokazuje postupanje suda u situaciji kada je poverilac čije je potraživanje stečajni upravnik priznao pokrenuo parnicu sa tužbenim zahtevom da se utvrdi da ne postoji potraživanje drugog poverioca koje je priznao takođe stečajni upravnik, a pre nego što je taj postupak okončan, postalo je pravosnažno rešenje kojim se usvaja predloženi plan reorganizacije.

Usvajanjem plana reorganizacije, naime, poverioci čija su potraživanja priznata u celosti i koji su svrstani u određene klase poverilaca, imaju izvršnu ispravu, te se pretpostavlja da nemaju više pravnog interesa da dalje vode parnicu zahtevom da se utvrdi da ne postoji potraživanje drugog poverioca.

Međutim, praksa ukazuje da navedeni poverioci predlažu u navedenim slučajevima prekid postupka, uz obrazloženje da čekaju ishod okončanja postupka reorganizacije, odnosno da njihov interes za vođenje ovakve parnice postoji jer realno postoji i mogućnost da plan reorganizacije ne bude izvršen.

U prilog neosnovanosti prekida postupka govore odredbe Zakona o parničnom postupku, koje taksativno navode slučajeve kod kojih je prekid postupka dozvoljen/predviđen.

Među navedenim propisanim slučajevima – razlozima za prekid postupka nalazi se i nastupanje pravnih posledica otvaranja postupka stečaja. Međutim, kako je u konkretnom slučaju reč o parnicama koje se iniciraju nakon otvaranja stečajnog postupka, a usled osporavanja potraživanja, navedeni razlog se ne može primeniti.

Drugi argument kojim se neosnovano rukovode pojedini sudovi prilikom donošenja rešenja o prekidu postupka jeste što isti potpunu realizaciju usvojenog plana reorganizacije smatraju prethodnim pitanjem u parnicama kojima se traži da sud utvrdi da ne postoji potraživanje tuženog poverioca.

Navedeni stav se nikako ne može braniti, naročito imajući u vidu činjenicu:

- da i u slučaju neizvršavanja plana reorganizacije (nepostupanje po planu ili postupanje suprotno planu reorganizacije i na taj način bitno ugrožava njegovo sprovođenje), te donošenja odluke o ponovnom otvaranju stečajnog postupka na predlog poverilaca, poverioci neće izgubiti pravo na osporavanje potraživanja drugih poverilaca i podnošenje tužbe, s obzirom da ponovnim pokretanjem stečajnog postupka, čije posledice nastupaju početkom dana isticanja oglasa o otvaranju postupka stečaja na oglasnoj tabli suda, počinju da teku svi rokovi;
- da je planom reorganizacije, koji ima svojstvo izvršne isprave garantovano da će njegovo potraživanje biti namireno, u punom obimu i na način koji je predviđen usvojenim planom, zavisno od klase u koju je svrstan i nezavisno od potraživanja drugih poverilaca.

Iz navedenog proizlazi da ne postoji pravni interes za dalje vođenje navedenih parnica, te da je, umesto prekida postupka, jedino zakonito i ispravno donošenje rešenja o odbačaju tužbe.

U suprotnom, došlo bi do oštećenja poverilaca čije potraživanje je priznao stečajni upravnik, a koje osporavaju drugi poverioci u parnici. Naime, ista bi u planu reorganizacije, samim tim, postala uslovna potraživanja – rezervisana do okončanja prekinutih parničnih postupaka kojima se ista osporavaju. Time bi se povredilo i načelo jednakog tretmana i ravnopravnosti poverilaca iz člana 4. Zakona o stečaju, te bi ovi poverioci bili predmet zloupotrebe procesnih ovlašćenja tužioca u smislu odredbi ZPP jer bi se na taj način pružala pravna zaštita jednoj strani, čiji su interesi već višestruko zaštićeni odredbama zakona koji uređuje stečaj.<sup>152</sup>

## **5.2. Sličnosti i razlike Unapred pripremljenog plana reorganizacije i plana reorganizacije iz stečaja**

Prednosti UPPR-a u odnosu na plan reorganizacije su veoma značajne i očigledne:

**Relativno manji troškovi prilikom pripreme UPPR-a, u odnosu na plan reorganizacije u stečaju:**

---

<sup>152</sup> *Bilten Republičkog javnog pravobranilaštva broj 4/2012, Intermex, Beograd*

- kod UPPR-a postoji značajno odsustvo formalnosti koje prate stečajni postupak i donošenje plana reorganizacije u stečaju,
- preduzeće nesmetano nastavlja da posluje, bez ikakvog prekida i što je najvažnije bez nastupanja stečajnih posledica,
- UPPR nije tako povoljan za dužnike male veličine i one koji nisu obveznici revizije, jer su visoki troškovi UPPR-a za takva preduzeća.

***Brzina u preduzimanju aktivnosti i donošenju odluka:***

- UPPR je relativno brz način da se reši problem dužničko poverilačkih odnosa, ukoliko sadrži sve elemente koje zakon propisuje kao obavezne i ukoliko su klase formirane u skladu sa isplatnim redovima propisanim zakonom.

***Odsustvo stečajnog upravnika:***

- U slučaju restrukturiranja UPPR-om, ne dolazi do promene u upravljanju preduzećem, zaposlenima ne prestaje radni odnos ukoliko to nije predviđeno kao mera UPP-Ra, smanjen efekat stigmatizacije.

***Minimizuje negativne efekte po poslovanje:***

- Pripremom UPPR-a, preduzeće nije uskraćeno za normalan nastavak saradnje sa dobavljačima i kupcima, redovno posluje i plaća dugove sve do usijavanja UPPR-a, koji predstavlja novi ugovor o namirenju poverilaca i svi dalji odnosi se odvijaju u skladu sa usvojenim UPPR-om, kojim su redefinisane obaveze stečajnog dužnika,
- UPPR daje mogućnost sprečavanja blokade računa i naplatom potraživanja poverilaca u izvršnom postupku, donošenjem odluke suda o uvođenju mera obezbeđenja koje dozvoljava Zakon o stečaju kao lex specialis za navedenu materiju.

***„Kupovina vremena,,:***

- u slučaju reorganizacije UPPR-om, kraći je period od pokretanja postupka stečaja sa unapred pripremljenim planom reorganizacije, do usvajanja,
- postoji zakonom ograničeno trajanje - između 30 i 45 dana, sa produženjem do 65 dana,
- u praksi su ovi rokovi nešto duži mada oko trećine UPPR-ova biva usvojeno ili odbačeno u roku od tri do šest meseci,
- usvajanje UPPR-a je skoro duplo kraće,
- rekordan period je bio, u dosadašnjoj praksi 53 dana, a najduži maksimalno oko 11 meseci,
- prosečna realizacija UPPR-a takođe je kratka, ako se posmatra dosadašnja praksa.

***Stepen namirenja poverilaca je potencijalno veći zbog sledećih razloga:***

- zbog toga što se ranije prepoznaje problem u poslovanju dužnika,
- u praksi je namirenje (izuzetno) visoko za različne i nešto više (u odnosu na običnu reorganizaciju u stečaju) za stečajne poverioce dužnika,
- naravno, 100% namirenje potraživanja (za stečajne poverioce) veoma lepo zvuči, vrlo često se UPPR-om nudi i usvaja, ali postavlja se pitanje da li je realno?

***Razlike ispoljene u praksi:***

- kvalitet planova restrukturiranja ide znatno u prilog UPPR-a,
- kvalitet običnih planova reorganizacije u stečaju je relativno znatno niži,
- planove ipak rade profesionalci (finansijski stručnjaci + advokati), a ne dužnik i jedno ili dva lica,
- UPPR-ovi su jasniji i precizniji,

- nešto realniji u odnosu na raniju praksu,
- obična reorganizacija – je najpovoljnija kod malih preduzeća,
- planovi reorganizacije u stečaju imaju malu šansu u slučajevima kada su banke ključni poverioci,
- HOLD-OUT problem je veoma izražen – ključni nesaglasni poverioci – banke mogu da opstruiraju usvajanje – nekoliko banaka se izdvaja u svom nastupu,
- moguć izuzetak ukoliko banke stoje iza podnetog plana,
- zanimljivo je, da vrednost imovine nema puno veze sa odlukom o reorganizaciji,
- u tim slučajevima ili UPPR ili sporazumno finansijsko restrukturiranje su poslednja šansa za opstanak preduzeća, nastavak poslovanja I najpovoljniju naplatu potraživanja poverilaca dužnika u krizi.

Plan reorganizacije, ukoliko za njegovo podnošenje ima uslova, u odnosu na bankrotstvo, posmatrajući grubu skicu redovnog stečajnog postupka sa okvirnim iznosom troškova, nagradom i procentom namirenja poverilaca, kao i vremenski prikaz toka postupka stečaja koji se sprovodi bankrotstvom, predstavlja bolje rešenje za:

- Radnike,
- Vlasnike kapitala,
- Upravu i poslovanje,
- Pravni subjekt, koji je očuvan i nastavlja sa poslovanjem - vraćen u pravni i poslovni život.

Momentat odlučivanja poverilaca za pravac u kome će se stečajni postupak odvijati regulisan je rokovima koje propisuje Zakon o stečaju kao poseban zakon za ovu oblast.

### ***Plan reorganizacije podnet u toku stečajnog postupka:***

Prvo poverilačko ročište, koje se održava najkasnije u roku od 40 dana od dana otvaranja stečajnog postupka je ključni momenat za poverioce u smislu određivanja daljeg toka stečajnog postupka, pa je iz tih razloga veoma važno da stečajni upravnik, sa pažnjom dobrog privrednika, a u skladu sa nacionalnim standardom broj 3, uz osnovne podatke o stečajnom dužniku da i opis prvih mera i aktivnosti, prikaže svu postojeću imovinu (poznatu)

stečajnog dužnika, njen pravni status i potencijalnu tržišnu vrednost, ukaže na mogućnost ostvarenja određenih prihoda, proceni iznos troškova stečajnog postupka i evidentira obaveze stečajnog dužnika, na osnovu kojih parametara može dati opis očekivanog ishoda za slučaj bankrotstva, a onda i mišljenje o izvodljivosti reorganizacije sa zaključkom koji sadrži predlog o načinu nastavka stečaja. Poveriocima se na navedeni način pruža objektivna mogućnost da ocene ekonomsku opravdanost daljeg održavanja dužnika na tržištu.

Na osnovu rasprave o izveštaju o ekonomsko finansijskom položaju stečajnog dužnika, i predloga stečajnog upravnika, na poverilačkom ročištu kvalifikovana većina poverilaca (poverioci za čija potraživanja se učini verovatnim da iznose više od 70% ukupnih potraživanja) može izglasati bankrotstvo i na taj način opredeliti dalji tok postupka.<sup>153</sup>

U slučaju da se na prvom poverilačkom ročištu ne izglasa bankrotstvo, ovlašćeni predlagači, i to: stečajni dužnik, stečajni upravnik, razlučni poverioci koji imaju najmanje 30% obezbeđenih potraživanja u odnosu na ukupna potraživanja prema stečajnom dužniku, stečajni poverioci koji imaju najmanje 30% neobezbeđenih potraživanja u odnosu na ukupna potraživanja prema stečajnom dužniku, kao i lica koja su vlasnici najmanje 30% kapitala stečajnog dužnika,<sup>154</sup> u roku od 90 dana od dana otvaranja stečajnog postupka (koji nije prekluzivan) mogu stečajnom sudiji podneti plan reorganizacije stečajnog dužnika.

Produženje navedenog roka za šezdeset dana sudija može odobriti u smislu odredbi člana 162. stav 2. Zakona o stečaju, a najduže za još 60 dana, uz saglasnost odbora poverilaca.

### **5.3. Mogućnosti i rizici uspešnosti sprovođenja unapred pripremljenog plana reorganizacije**

Na teritoriji Republike Srbije, imajući u vidu uticaj spoljnih i unutrašnjih faktora, političkih faktora, finansijsko ekonomsku krizu u zemlji i okruženju, pritisak konkurencije usled globalizacije svetskog tržišta, smanjenje potražnje, depresijaciju dinara u uslovima zaduživanja uz deviznu klauzulu, otežani pristupom novim izvorima finansiranja itd. ali i interne faktore, kao

---

<sup>153</sup> Član 36. Zakona o stečaju („Sl. Glasnik RS“ br. 104/2009, 99/2011, 71/2012 (Odluka Ustavnog suda))

<sup>154</sup> Član 161. stav 1. Zakona o stečaju („Sl. Glasnik RS“ br. 104/2009, 99/2011, 71/2012 (Odluka Ustavnog suda))

što su nedovoljni profiti, nesposobnost da se predvide dramatična kretanja na tržištu, faktor iskustva, nasleđene teškoće, razne nevolje, neiskustvo, itd<sup>155</sup> nerealna očekivanja dužnika, uvek postoje rizici sprovođenja UPPR-a u praksi. Neki uzroci javljaju se još u fazi ideje za restrukturiranjem ovim putem, zatim nerealnih očekivanja učesnika postupka vezanih za buduće poslovanje, pa kada se tome doda uticaj spoljnih faktora i naročito politike, istraživanja su pokazala da značajan broj UPPR-ova ne biva sproveden na način kako je predviđeno.

Već prilikom pripremanja i izrade UPPR, ispoljili su se određeni nedostaci u smislu asimetrije informacija koja se ogleda u neravnopravnom pristupu podacima, između dužnika i poverilaca, a opet naročito malih poverilaca koji uglavnom, kao što je navedeno, ne učestvuju u prethodnim pregovorima i pripremama za usvajanje UPPR-a, već imaju pasivan položaj. Iako zakon propisuje obavezu dužnika da podnese vanredni izveštaj nezavisnog revizora sa prikazom podataka na određeni datum, u cilju detaljnog sagledavanja stanja dužnika pre ulaska u UPPR, u domaćoj praksi se često sreće nedovoljno transparentnosti, nepotpun pregled ekonomskog i finansijskog stanja dužnika a naročito prikaz realnih mogućnosti nastavak uspešnog poslovanja dužnika, što predstavlja jedan od dva zakonska uslova za pripremu UPPR-a, kao i izjava revizora ili stečajnog upravnika da je plan realan i izvodljiv.

U praksi se pokazalo da je ova važna izjava samo puko ispunjavanje forme, jer stručno lice uglavnom nije dovoljno utvrdilo realnost izvodljivosti plana. I pored sofisticiranih procesa i tehnika vrednovanja svakog bitnog detalja posla, napornih pregovora koji se vode više meseci i postignutih dogovora između poverilaca i dužnika, evidentno je da još uvek postoji mnogo promašaja u praksi na domaćoj teritoriji.<sup>156</sup> Istovremeno, sa početkom krize u Srbiji došlo je do finansijskog sloma većine državnih i paradržavnih banaka usled nestanka glavnog izvora finansiranja ovih privrednih društava, neodrživost njihovog poslovanja je bila očigledna, takva konstrukcija se finansirala još jedno izvesno vreme kratkoročnim pozajmnicama sa visokim kamatama, što je dodatno ubrzalo propadanje pomenutih preduzeća. U takvoj situaciji, uz neefikasno sudstvo, nedovoljno blagovremeno pokretanje stečajnih postupaka da bi se spaslo „što se spasti može,, neodlučno sprovođenje

---

<sup>155</sup> Bukvić, R., (2009) *Analiza poslovanja preduzeća*, Megatrend univerzitet, Beograd, 2009.

<sup>156</sup> Rajnović, Lj. (2012) *Modeli sporazumnog finansijskog restrukturiranja*, Pravni život, Godina LVII, I str. 231 – 240.



zakona koji uređuje stečaj, kolebljiv i zakasneli nastup banaka koje često nisu imale adekvatno sredstvo obezbeđenja, nastavak takve poslovne prakse pojedini vlasnici kapitala su videli u pripremi UPPR-a, koji su ustvari postali samo način odlaganja obaveza u budućnost uz gotovo sigurno bankrotstvo tih preduzeća u nekom skorijem vremenskom intervalu.

Prema podacima Narodne banke Srbije, veliki broj privrednih društava u Republici Srbiji prolazi kroz finansijske teškoće: nesposobnost plaćanja obaveza, preteća nesposobnost plaćanja obaveza u roku dospelosti ili prezaduženost. Kod više od četvrtine korporativnih dugova na domaćem tržištu postoje problemi sa naplatom dospelih potraživanja poverilaca iz ugovornih ili vanugovornih odnosa privrednih subjekata. Mogućnosti opstanka za veliki broj preduzeća, preko 2.000, nisu baš izgledne, jer su iz tržišne utakmice pre više godina ispala, a u životu su održavana samo radi socijalnog mira. Naravno, kada se na tržištu uvidi da neko nije u stanju da radi pre ili kasnije doživeće propast. Za to će se takođe pobrinuti i konkurencija kao najviši kontrolor moći na tržištu i ujedno instrument razvlašćivanja.

Do sada je preduzet niz mera, radi rešavanja problema rastućih korporativnih dugova, radi održavanja finansijske i makroekonomske stabilnosti, kao i očuvanja poverenja javnosti u bankarski sektor, zatim novo stečajno zakonodavstvo, podsticaji za reklasifikaciju potraživanja banaka regulisani odlukom o klasifikaciji bilansne aktive i vanbilansnih stavki banke<sup>157</sup> izmene potrebnih propisa i druge mere. Mada su neke mere dale određene rezultate, problem korporativnih dugova zaduženih preduzeća u Republici Srbiji, samo je delimično rešen.

Dodatni rizik uspešnom sprovođenju UPPR-a, predstavlja aleatornost naplate potraživanja od subjekata privatizacije koja su na osnovu odluke Agencije za privatizaciju u postupku restrukturiranja, a posebnim zakonom koji uređuje materiju privatizacije je uspostavljena nemogućnost naplate dospelih potraživanja sve dok se ne okonča restrukturiranje uvedeno odlukom Agencije za privatizaciju, koje u mnogim preduzećima traje nerazumno dugo, počev od 2001. godine.

Upravo su neuspešna dugogodišnja restrukturiranja velikih, prezaduženih preduzeća sa značajnom imovinom i negativnim kapitalom koji se kumulirao godinama, koja su nam nekada izgledala vrlo konkurentim u

---

<sup>157</sup> Odluka o klasifikaciji bilansne aktive i vanbilansnih stavki banke (Službeni glasnik RS, br. 129/07, 35/08, 63/08, 104/09 i 30/10, 25/11 i 45/11).

mnogim industrijama i privrednim oblastima, što je uglavnom bio „lažni utisak,, zasnovan na tada opšte važećim principima dirigovane društvene ekonomije koja je isključivala tržišni rizik i tzv. neuspešne privatizacije subjekata privatizacije koji su poslovali društvenim i državnim kapitalom, značajno doprinela nelikvidnosti srpske privrede i još uvek predstavljaju pretnju drugim preduzećima koja preduzimaju mere restrukturiranja radi sopstvenog opstanka.

Finansijskim restrukturiranjem preduzeća iz portfelja Agencije za privatizaciju, u skladu sa odredbama Predloga Zakona o privatizaciji, cilj zakonodavca je solidarno snošenje posledica neuspešnog poslovanja tih brojnih subjekata privatizacije, da bi došlo do pozitivne vrednosti njihovog kapitala, zatim sprovođenje postupka privatizacije koji može dugo da traje, i tek nakon toga, u nezvesnom periodu, delimična naplata potraživanja svih drugih preduzeća u neopredeljenom i unapred nekvantifikovanom iznosu, ili pak, naplata potraživanja kroz stečajni postupak ukoliko privatizacija ne uspe. U dosadašnjoj praksi najveći broj takvih restrukturiranja je bio neuspešan i posle skoro deceniju od donošenja odluke Agencije za privatizaciju, nad najvećim brojem tih preduzeća pokrenut je postupak stečaja, što se moglo predvideti.

Iako, kao što je napomenuto, za dužničko-poverilačke odnose važi dobro poznato pravilo svuda u svetu, pravilo da se ti odnosi mogu menjati samo autonomijom volje ugovornih strana u postupku restrukturiranja predviđenih Nacrtom Zakona o privatizaciji, konstitutivnost vansudskom poravnanju davala je odluka o restrukturiranju tadašnje Agencije za privatizaciju, koja je prestala da postoji.

Nažalost u Srbiji u najvećem broju preduzeća još uvek nije uvedeno korporativno upravljanje koje je osnovna poluga dobroj organizaciji i stručno vođenju preduzeća. Tačno je da je uspešno upravljanje preduzećem, moguće u stabilnim uslovima i ekonomski i socijalno slobodnom okruženju. Ako ovi uslovi ne postoje u potrebnoj meri, privredno društvo i njegova uprava imaće poteškoće u poslovanju. Na žalost, ovi uslovi kod nas nisu još uvek stvoreni i zato pre svega kreatori politike ali i svaki privrednik svestan svojih potreba i odgovornosti mora da utiče da se uslovi poboljšaju i značajnije stabilizuju, bez čega nema rasta ni pojedinačnog preduzeća niti privrede u celini.

***Ročište za glasanje:***

- U smislu zakona koji uređuje materiju stečaja, smatra se da su sve obaveze stečajnog dužnika nastale pre podnošenja UPPR, dospele na dan održavanja ročišta,
- Stečajni sudija je ovlašćen da na zahtev zainteresovanog lica izvrši procenu vrednosti nepriznatog potraživanja iz UPPR-a, radi učešća u glasanju u visini koju je sud priznao na osnovu svoje slobodne ocene iz koje proizilaze, važi samo u postupku usvajanja UPPRa,
- Na ročištu se istovremeno objavljuje otvaranje stečajnog postupka, usvajanje UPPR-a i obustava stečajnog postupka, bez nastupanja stečajnih posledica koji inače prate stečajni postupak i usvajanje plana reorganizacije u stečaju.

### **Ugovor o pravima i obavezama iz restrukturiranja<sup>158</sup>**

Obaveze između privrednih subjekata nastaju zaključivanjem ugovora, u raznim formama, kada se postigne saglasnost o bitnim elementima ugovora, čiji je cilj stvaranje, promena ili ukidanje jednog ili više obligacionih odnosa. Dakle, ugovor je delo stranaka, one ga stvaraju saglasnošću volja. Ta moć subjekata prava da svojom voljom stvore, promene ili ukinu obligaciono pravne odnose zasniva se na opšte prihvaćenom, u svim pravima, principu autonomije volje ili slobode ugovaranja.

Istraživanja su pokazala da su intencije privrednih subjekata za uređivanjem sopstvenih odnosa na autonomnoj osnovi (putem uzansi, običaja, poslovnih običaja, poslovnog morala, opšte poznatih i samoregulacijom storenih uslova poslovanja) imale za posledicu regulisanje okvira ugovaranja tako da sadrži elemente zakonodavstva i to pre svega formulisane na dispozitivan način, regulacije, samoregulacije, dobrovoljno prihvaćene obaveze i poslovnu praksu koja je rezultat okolnosti, istorije i tradicije svake konkretne zemlje. Stoga je logično zaključiti da će poželjna kombinacija zakonodavstva, regulacije, samoregulacije, dobrovoljnih standarda itd. u ovoj oblasti varirati od zemlje do zemlje. Budući da se kontinuirano sakupljaju nova iskustva i menjaju okolnosti poslovanja, potrebno je da se sadržaj i struktura ovog okvira prilagođavaju novonastalim okolnostima. Neophodno je da nauka i kompanije redovno pažljivo prate takva prilagođavanja i da ažuriraju svoje sisteme upravljanja u

---

<sup>158</sup> Rajnovic Lj., Subić J., Zakić N., (2016) Organizaciono i finansijsko restrukturiranje privrednih društava u funkciji poboljšanja privrednog ambijenta u Republici Srbiji, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.

skladu sa tim, a prilikom optiranja između zakonske regulative uređivanja odnosa ugovaranja ili regulative koja umesto da uniformiše, nastoji da obezbedi instrukcije, preporuke, uputstva okvire ponašanja (model zakoni, kodeksi, vodiči za primenu pravila) – meko pravo „soft law„ - opredeljenje svake zemlje treba da bude – meko pravo.

Izmenjena regulativa u smislu primene mekog prava, na opisani način, stavlja se u službu logike privrednog života, što podstiče efekte kreativnosti, inicijative, posebnosti, tako da je celokupno komercijalno pravo podrška mogućnosti afirmacije interesa svakog privrednog subjekta kojim mu se daje mogućnost da svoje poslovne odnose uredi na način kako mu najviše odgovara.

U ovoj sferi se postavlja pitanje koliko regulativa koja se odnosi na razne vidove reorganizacije, treba da bude harmonizovana na nivou cele Evropske Unije, a koliko treba da ostane na nacionalnom nivou<sup>159</sup>. Na osnovu istraživanja se pokazalo, da je potrebno harmonizovati regulativu u ovoj oblasti, što ima svoje prednosti ali i nedostatke. Međutim, jednom harmonizovana kompanijska regulativa, naročito iz oblasti restrukturiranja ostaje teško promenljiva, a nesporno je da postoji potreba kontinuiranih izmena u ovoj oblasti. Istraživanja u ovoj materiji su dala efekte, što je dovelo do razvoja i primene alternativne regulative:

- Fleksibilnija podzakonska regulativa vlade zemalja,
- Pravila postavljena od strane samih učesnika na tržištu ili u kooperaciji sa vladama zemalja,
- Model zakoni, koji mogu biti korišćeni dobrovoljno i promenljivo u zavisnosti od uslova na tržištu, koji nude prednosti velikih varijacija. SAD su primer visoke uniformnosti kompanijske regulative, koja je postignuta na osnovu samoregulative na bazi model zakona.

Evolucija i promene pravnih pravila i institucija su neophodne jer one treba da prate razvoj društvenih odnosa i zahetve koji proizilaze iz tog razvoja ali, s druge strane, pravne ustanove organizovane u kodifikatorskim dleima, moraju biti prožete načelom pravne sigurnosti koje će stalno pratiti pravo u njegovoj dinamici. Načelo pravne sigurnosti je neminovni atribut svakog pravnog poretka i ono ne sme biti dovedeno u pitanje. Takođe, načelo pravne sigurnosti ni u kom slučaju ne sme imati takvu i toliku moć da

---

<sup>159</sup> Monsallier, M.-C. (1998). *L'aménagement contractuel du fonctionnement de la société anonyme*. LGDJ, Paris.

pravne ustanove „okamenj u večnosti<sup>160</sup>“, jer bi i u tom slučaju pravo bilo suprotno svojoj svrsi. Zato je, na kreatorima regulative i politike, da pronadu najoptimalniju opciju kojom će prepoznati one odnose koje zakonske norme treba da regulišu, na taj način što će stvaralačkoj praksi pružiti više prostora, snabdevajući je samo gipkim direktivama, za razliku od onih odnosa koje treba čvršće zakonom postaviti i fiksirati, pa čak i do stepena velike preciznosti.

Zakon o obligacionim odnosima, iako se opredelio za koncepciju jedinstvenih pravila obligacionog prava, bez obzira na različite položaje učesnika tih odnosa, trpi izvesne korekture na planu osnovnih načela ali i u konkretnim rešenjima. ZOO podrazumeva da se njegove odredbe primenjuju na sve obligacione odnose, ukoliko konkretnim pravilima nije nešto drugo predviđeno. Specifičnost ugovora u privredi nalaže da se u određenim slučajevima moraju predvideti posebna pravila. U tom smislu je normiran stav zakona prema kome se odredbe, koje se odnose na ugovore, primenjuju na sve ugovorne odnose osim ako za ugovore u privredi nije izričito drugačije određeno.

Kod ugovora u privredi je poslovna praksa pre dužeg vremena istakla izvesne specifičnosti ovih ugovora u odnosu na klasične ugovore obligacionog prava. Oni se zaključuju u velikom broju i masovno, što zahteva brži način njihovog zaključivanja, zbog čega se u ovoj materiji javlja veliki broj athezionih (formularnih) ugovora, brzina kojom se zaključuju i izvršavaju nalaže drugačije rokove zastarelosti, drugačiji pristup formi ugovora, veća odgovornost za preuzete obaveze, zbog prirode odnosa koje regulišu, pretpostavlja se oneroznost dok besplatnost nije karakteristika ovih ugovora itd. Što znači da princip jedinstvenog regulisanja obligacionih odnosa kod ugovora u privredi mora računati sa neophodnim dopunama ne samo putem posebnih pravnih propisa, već i putem primene uzansi i opšte poznatih poslovnih običaja, primenu pravila savesnosti i poštenja i pravičnosti.

Zakoni koji regulišu materiju ugovornih odnosa kroz odredbe o osnovnim načelima kao i kroz mnoge druge konkretne odredbe, prihvataju jednu trihotomiju pojmova – pravičnost, savesnost i poštenje, dobri običaju, koja koriguje strogo formalno – pravnu primenu norme. Ali, u tom dopunjavanju pravnih propisa postoji opasnost da se pređe granica čija bi povreda značila ugrožavanje cilja prava i njegove izvesnosti u postupku

---

<sup>160</sup> Perović S. (1995). *Komentar Zakona o obligacionim odnosima*. Savremena administracija, Beograd.

primene. Zbog toga je na sudskoj praksi odgovorna dužnost da prilikom konkretne primene pomenutih pravila, pronađe takva rešenja koja je neće svoditi na običan automatizam, ali koja je neće ni transformisati u pretorsku praksu jer načelo zakonitosti mora uvek ostati u centru zbivanja. To znači da odredbe o primeni izvesnih metapравnih merila (običaj, moral) ne treba pratiti pogledom koji je okupiran samo slovom zakona i koji zbog toga nije u stanju da vidi duh i smisao zakona.

Dakle, svaki pravni sistem, dopušta slobodu ugovornog uređenja odnosa, ali predviđa i granicu do koje se ta sloboda može prostirati, koja nije nikada apsolutna i može se samo govoriti o njenim širim ili užim okvirima primene. Njoj se suprotstavljaju opšta pravila društvenog poretka čija sadržina i okvir zavise od prirode i karaktera osnovnih principa na kojima je zasnovan jedan društveni sistem. Neki inostarni propisi imaju različite pojmove kojima se na opšti način ograničava sloboda ugovaranja, neki poznaju javni poredak i dobre običaje (francuski građanski zakonik, švajcarski zakonik o obligacijama) drugi, smao dobre običaje (nemački i austrijski Građanski zakonik), domaće pravo poznaje javni poredak i dobre običaje.

Jedno od osnovnih pitanja u materiji ugovora, pored autonomije volje i njenih ograničenja jeste i prihvatanje i primene načela po kome se ugovori zaključuju *solo consensu*. Pošto je konsensualizam princip našeg i savremenog prava uopšte, to znači da zaključenje ugovora ne podleže nikakvoj formi, osim ako je zakonom drugačije određeno. To podrazumeva da ugovorne strane prilikom zaključenja ugovora, u principu mogu ispoljiti svoju volju na bilo koji dozvoljen način, odnosno nisu obavezne da se prilikom zaključenja ugovora potčine ispunjenju unapred predviđenih formi, što bi važilo kod svih ugovora kod kojih je prethodilo samorestrukturiranje, dok UPPR i plan reorganizacije u stečaju po domaćem pravu moraju biti zaključeni u zakonom određenoj pisanoj formi.

Dakle, ugovorni odnosi su u svim nacionalnim zakonodavstvima pretežno regulisani dispozitivnim normama, t.j. normama čiju sadržinu ugovorne strane mogu da izmene svojom voljom i prilagode svojim interesima i okolnostima konkretnog pravnog posla.

Ugovor u principu poizvodi pravna dejstva koja se odnose samo na ugovorne strane u čemu se ogleda njegovo relativno obeležje. Izutetak od principa relativiteta ispoljava se u slučaju UPPRa i plana reorganizacije u postupku stečaja, koji takođe predstavljaju ugovore za čije dejstvo nije potrebna autonomija volje svakog ugovarača već većine poverilaca po

potraživanju i po klasama u srpskom pravu, odnosno većine poverilaca u nekim inostranim pravima kao što je to u američkom pravu.

Dejstva ugovora ne prostiru se i na ona lica koja nisu ugovornici. Dejstva ugovora, prostiru se u principu i na univerzalne sukcesore, pravne sledbenike ugovornih strana. Međutim to se ne može reći i za ugovore zaključene *intuitu personae*. Naprotiv kod ovih ugovora, pravilo je da se obaveze upravo gase prestanom ugovornika, pa prema tome ne prelaze na naslednike.

Pored navedenog slučaja, moguće je da i kod ugovora koji su zaključeni bez obzira na svojstva ličnosti, oni ne proizvode dejstvo na univerzalne pravne sledbenike ugovornih strana. Tako će biti u slučaju ako su ugovorne strane ograničile dejstvo ugovora na trajanje života jedne ili druge strane, t.j. isključile mogućnost univerzalne sukcesije prava i obaveza iz ugovora.

Drugim rečima, ugovor uvek nadživljuje ugovornike, osim:

- kada je ugovorom drugačije određeno ili
- to proizilazi iz prirode posla.

U pogledu zakona Republike Srbije, potrebno je pomenuti da kompanijska regulativa prati razvoj regulative u relevantnim evropskim zemljama na planu odgovornosti lica koja imaju „posebne dužnosti u društvu„ (nadzorni odbori, izvršni odbori direktora, direktori, u zavisnosti o izbora za sastav organa i drugi). Propisana je i njihova obaveza „da u tom svojstvu izvršavaju svoje poslove savesno i pošteno i da deluju u najboljem interesu društva“.<sup>161</sup> Kod ostale regulative, posebno indirektna, koja reguliše obavezu podnošenja izveštaja o tzv. nefinansijskim pitanjima (gde u svakom slučaju spadaju i izveštaji o etičkim, socijalnim i ekološkim aspektima ponašanja kompanije), situacija je sasvim drugačija – takva obaveza za sada nije propisana i time je još uvek na terenu dobrovoljnosti.

Društveno odgovorno poslovanje kompanija, koje kao impetativnu normu predviđa Zakon o akcinarskim društvima Nemačke iz 1937. godine, a sve druge zemlje Evropske unije ga forsiraju primenom „mekog prava„ kao i Republika Srbija, gde dobija sve veću afirmaciju, kao element poslovanja privrednog društva koji nedvosmisleno ukazuje na interes država kao konstituenta zainteresovanog za poslovanje preduzeća, bazira se na tri osnova:

---

<sup>161</sup> ZOPD (2011), čl.63, st.1.

- uspešno, dugo i profitabilno poslovati,
- biti etičan i
- društveno odgovoran.

Postavlja se pitanje zašto treba biti društveno odgovoran? U prilog koncepta društvene odgovornosti ukazuju i razlozi etike i razlozi marketinga, ali zbog toga što oba imaju svoj ekonomski izraz u povećanju profita.<sup>162</sup> Smatra se da je reč o svojevrsnoj investiciji, tzv. društveno odgovornom investiranju, a ne trošku<sup>163</sup> tako da se ima utisak da i kao takvi oni nisu dovoljni. Reč je, naime, o stvarnom uslovu bez koga nema održivog razvoja<sup>164</sup> kompanija na dugi rok, kao ni razvoja i stabilnosti društva i svake pojedinačne države u celini.

Prilikom razmatranja pitanja da li privredno društvo pripada isključivo ili prvenstveno vlasnicima ili i nosiocima drugih interesa, smatra se da je pogrešno krenuti od premise da treba sagledati samo regulativu. Kompanijskim zakonima regulisana su statusna pitanja trgovačkih, privrednih društava, kao i pitanja prava i obaveza njihovih vlasnika i time i pozicije kapitala. Međutim, ako se želi sagledati pozicija bilo kog pravnog instituta, pa i instituta pripadnosti akcionarskog društva, pravni sistem treba posmatrati samo u svojoj celovitosti i koherentnosti. Da bi se došlo do odgovora na ovo pitanje, trebalo bi sagledati poziciju zaposlenih, poverilaca, kao i potrošača.

Kakva je pozicija rada i zaposlenih? Ukoliko se kompanijski zakoni bave samo pozicijom kapitala, to bez sumnje vodi zaključku da interesna pozicija zaposlenih, kao i radnopravna ili druga ugovorna pozicija uprave, nije relevantna za odgovor na pitanje pripadnosti akcionarskog društva. Tu su, međutim, propisi koji se bave samo pozicijom rada i time zaposlenih, a koji njihovu interesnu poziciju, sa definisanim pravima i dužnostima, bilo po

---

<sup>162</sup> Ipak, „nema osnova za tvrdnju kako postoji do kraja izveden i empirijskim pokazateljima dokazan stav da društveno odgovorno ponašanje kompanija neminovno vodi povećanju njihovog profita“. Tako: Savković V. (2009). *Društvena odgovornost kompanija – od moralne do pravne obaveze*. Pravni Život, 12, 425-436, (430).

<sup>163</sup> Vid. Besmer, V. (2006). *The Legal Character of Private Codes of Conduct: More than Just a Pseudo-Formal Gloss on Corporate Social Responsibility*. Hasting Business Law Journal 2, 279-306 (290-292).

<sup>164</sup> „Ako održivi razvoj treba da se dostigne, onda društvena odgovornost mora biti prihvaćena od strane kompanija. Na dugi rok kompanije mogu imati koristi od društvene odgovornosti jer ona igra direktnu ulogu u obezbeđivanju održivog razvoja“. Vid. K. K. Herrmann, 210. „Pojam održivi razvoj širi je od pojma društvene odgovornosti korporacija“. Vid. A. Vives, 201.



osnovu rada i ugovora o radu i/ili uslugama, ili po osnovu na drugi način ustanovljenih prava: participacija ili saodlučivanje u upravljanju, učešće u dobiti društva po osnovu rada, kolektivni ugovori, reprezentativni sindikati, udruženja poslodavaca, doprinosi za socijalno i penzijsko osiguranje i slično), promovišu kao posebnu.

Takođe, postavlja se pitanje pozicije kreditora, poverilaca? Ako se njihova pozicija traži u kompanijskom pravu, kao i kod zaposlenih, nalazimo se na pogrešnom tragu, s obzirom na to da zakoni koji se bave kapitalom nemaju posebne potrebe da pojačavaju institute zaštite interesa poverilaca, gde ugovorno pravo ima svoju ulogu i primat. Ako ovo, međutim vodi zaključku da akcionarsko društvo ne pripada i poveriocima (kreditorima), kakav stav je prisutan u delu pravne teorije, onda postoji ista logička greška kao i kad je reč o poziciji rada i zaposlenih. S druge strane, ni statusni kompanijski zakoni ne negiraju u celosti poziciju poverilaca, tako da u nizu slučajeva kreiraju dopunske institute zaštite poverilaca kroz institute koji su vezani za kapital kompanije, fiducijarnu dužnost vlasnika kapitala i menadžmenta i svakako norme koje uređuju unutrašnji i spoljašnji nadzor nad radom kompanije.

Mada mnogi instituti obligacionog prava pružaju zaštitu poveriocima, statusni kompanijski zakoni ipak predviđaju dopunske institute zaštite poverilaca kroz institute koji su vezani za kapital (osnovni kapital, održanje vrednosti osnovnog kapitala, smanjenje osnovnog kapitala povlačenjem i poništajem akcija, kredit ili zajam umesto kapitala, transparentnost poslovanja, ograničenja plaćanja i zaštita prava nesaglasnih akcionara u funkciji solventnosti, likvidnosti i prezaduženosti, rezidualna pozicija akcionara u postupku likvidacije, stečaja i slično). Kad se ovom dodaju brojni instituti ugovornog prava koji štite poziciju poverilaca, onda je legitimnost interesa poverilaca (kreditora i drugih) u pripadnosti akcionarskog društva nedvosmislena.

Kakva je pozicija potrošača i korisnika usluga i proizvoda društva? Iako njihova pozicija nije regulisana u kompanijskom pravu i zakonima koji čine suštinu njegove materije, to ne znači da kompanija ne pripada njima i da oni nemaju integrativnu poziciju u tom društvu, sa stanovišta i pripadajućih prava i pripadajućih obaveza uprave. Pravo koje štiti interese potrošača, sve više afirmiše ovaj interes i stvara institute za njegovu zaštitu, čime se interes potrošača sve više integriše u celovito biće kompanije i njenih organa, naročito sa stanovišta dužnosti uprave kompanije.

Konačno, postavlja se pitanje gde je pozicija države i društva? Država je i u smislu pripadnosti privrednog društva integrisana interesno u njegovu poziciju, počev od momenta osnivanja, odnosno početka obavljanja delatnosti, poput relevantne integrisanosti zaposlenih i uprave, poverilaca (kreditora i drugih), potrošača i korisnika usluga i proizvoda, što sa svoje strane pretpostavlja i njene dužnosti, ali i dužnosti uprave tog društva

Zbog svega navedenog, afirmacija autonomije volje ugovornih strana naišla je na široku primenu kod zaključivanja sporazuma o primeni i sprovođenju mera restrukturiranja. Tako je ugovornim stranama prepušteno da u potpunosti urede svoje odnose na način kako im najviše odgovara, gde god je to moguće, osim u slučajevima gde *lex specialis* zakoni, kao što je zakon o stečaju propisuju nešto drugo, ali se u svakom slučaju afirmiše volja većine poverilaca, kao što je slučaj u UPPRu i planu reorganizacije u slučaju bankrotstva.

## **6. ANALIZA POSTOJEĆEG TEORIJSKO - METODOLOŠKOG OKVIRA UPPR I EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE<sup>165</sup>**

### **6.1. Anketno istraživanje**

Prva temeljna reforma propisa u oblasti stečaja izvršena je 2004. godine. Iako se činilo da Zakon o stečaju iz 2004. godine, predstavlja veliki korak unapred u materiji koja reguliše postupak stečaja u Srbiji, u stvarnosti je do sada pokazao veoma slab efekat. Novije analize su pokazale da su među glavnim nedostacima bili ukupni visoki troškovi postupka a naročito visoki avansi koje su poverioci morali da plaćaju za otpočinjanje procedure, dugo trajanje postupka i nizak procenat naplate potraživanja. Troškovi su u proseku dostizali 23% ukupne stečajne mase preduzeća. Ovo se naročito javljalo kao problem kada je stečajna masa bila manja i kada je služila samo za izmirivanje troškova stečaja, sa vrlo malo ili nimalo prostora za namirivanje potraživanja poverilaca. Prema statistici, gotovo 40% poverilaca nije bilo spremno da plati predujam troškova za pokretanje stečajnog postupaka.

Kada se konačno pokrene, prosečni stečajni postupak je trajao više od dve i po godine, što je suviše dugo u poređenju sa razvijenim pravnim sistemima. Posledica toga je da je prosečni procenat naplate potraživanja poverilaca bio samo 25%. Ovi rezultati ne iznenađuju ako se ima u vidu da usled kasnog pokretanja stečajnog postupka najčešće više nema značajne imovine za namirenje poverilaca. Sa druge strane, reorganizacija kao metod za očuvanje poslovanja, bila je više teorija nego realnost, gde je samo 4% svih stečaja pokrenuto i pretvoreno u reorganizaciju od donošenja novog zakona.

Osim toga, primećeni su drugi problemi u samom stečajnom postupku kao i u relevantnim zakonskim rešenjima kao što je nejasan sistem pravnih lekova u postupku, nedovoljni kapaciteti sudova nedovoljna kontrola nad radom stečajnih upravnika, generalni nedostatak prakse, nedosledan pristup sudova i izuzetno nefikasan pojedinačni postupak izvršenja itd. Sve navedeno je dovelo do brojke od gotovo 7.200 preduzeća čiji su računi blokirani duže od tri godine, čime su ispunila sve uslove za otpočinjanje stečajnog postupka, a da pri tom, niko nije reagovao.

---

<sup>165</sup> Istraživanje svih oblika restrukturiranja je sprovedeno u periodu od 2004. godine do izrade ovog rada.

U cilju prevazilaženja postojećih problema i uklanjanja uočenih nedostataka, u decembru 2009. godine je usvojen novi Zakon o stečaju<sup>166</sup> u očekivanju da će „počistiti,, prostor Republike Srbije od nekoliko hiljada prezaduženih preduzeća čiji su računi godinama bili blokirani. Značajna novina zakona je definisanje unapred pripremljenog plana reorganizacije, kojim bi trebalo da se ubrza postupak sanacije dužnika i smanje troškovi. Smatralo se da će ovaj mehanizam podstaći dužnika da signalizuje poveriocima da ima finansijskih poteškoća u plaćanju postojećih obaveza, i da će pokušati da postigne sporazum sa njima o tome kako da prevaziđe te poteškoće.

Takav plan reorganizacije može da podnese isključivo dužnik, zajedno sa predlogom za pokretanje stečajnog postupka. Usvajanje UPPR-a podrazumeva saglasnost proste većine poverilaca u svakoj klasi. Predviđeno je da postupak usvajanja UPPR-a bude kratak i efikasan, uz maksimalno trajanje od trideset dana (izuzetno 60 dana) od datuma otpočinjanja. Kako je UPPR zasnovan na sporazumu postignutom sa poveriocima, ne postoji prijava potraživanja niti njihova procena. Ako UPPR bude prihvaćen stečajni sudija će istovremeno, istom odlukom, otvoriti stečajni postupak, potvrditi usvajanje UPPR-a i zatvoriti stečajni postupak bez nastupanja stečajnih posledica.

Očigledna prednost uvođenja ove nove opcije u pravo Srbije je to što, nakon usvajanja, plan reorganizacije postaje izvršna isprava i što je obavezujući za sve poverioce, uključujući i one koji nisu glasali za usvajanje UPPR-a. Može se reći da je UPPR svakako opcija koja se može smatrati nastavkom već dogovorenih ili predviđenih konsensualnih aranžmana o restrukturiranju postignutih između dužnika i poverilaca.

Da bi primorao „poslovno trula,, preduzeća da odu u stečaj, zakon je uveo novi instrument prilagođen tadašnjem stanju na tržištu. Naime, Narodna banka Srbije je imala obavezu da jednom mesečno obaveštava sve privredne sudove u Srbiji o preduzećima čiji su bankarski računi blokirani duže od jedne godine neprekidno. Privredni sud, u tom slučaju ima obavezu da otpočne stečajni postupak po službenoj dužnosti. Ukoliko poverioci ili dužnik ne plate predumak za troškove vezane za stečajni postupak, sud će proglasiti stečaj nad dužnikom. Sva imovina dužnika, ukoliko postoji, prenosi se na Republiku Srbiju.

---

<sup>166</sup> Zakon o stečaju, Službeni glasnik RS br. 104/2009.

Očigledno je da zakon o stečaju uvodi mehanizme koji bi trebalo da postupak stečaja olakšaju za strane koje su u njega uključene. Međutim, treba napomenuti da će primena tih poboljšanih mehanizama zavisiti najviše od spoljnih faktora i pretežno od institucionalnih kapaciteta u Srbiji. Ključnu ulogu će imati sudovi, koji su upravo pretrpeli suštinsku organizacionu reformu.

Jednako bitan deo ovog mozaika biće položaj stečajnih upravnika i privremenih stečajnih upravnika kao i primena novih striktnijih mera kontrole. Drugi uticajni faktori će svakako biti reforma pojedinačnog postupka izvršenja. Očekivalo se da će jači i efikasniji pojedinačni postupak izvršenja podstaknuti dužnike da razmotre stečajni postupak, odnosno unapred pripremljeni plan reorganizacije, kao instrument odbrane i mogućnost opstanka dužnika, reorganizacijom. Naravno, poznato je da napredak na institucionalnom nivou prirodno, traži vremena da bi mogao da se primeti u praksi, i sama promena zakona ne može izazvati momentalnu razliku u dešavanjima na tržištu, u praksi. Ipak, u trenutku finansijske krize koja će prouzrokovati značajnu zaduženost mnogih privrednih subjekata, zakonski pomak ove vrste je svakako značajan doprinos mogućnosti rešavanja prezaduženosti dužnika i može predstavljati dobro prihvaćen doprinos likvidnosti tržišta ukoliko se blagovremeno uoče prednosti primene dobrih mera restrukturiranja rešavanju dužničko poverilačkih odnosa i prilagođavanju dužnika promenama. Istražujući status podnetih unapred pripremljenih planova reorganizacije, autor ovog teksta je utvrdio sledeće činjenice koje se javljaju u praksi:

- da je u proteklom periodu podneto oko 350 planova reorganizacije od početka primene novog zakona,
- u svakom desetom otvorenom stečajnom postupku, lica koja imaju aktivnu legitimaciju, podnela su planove reorganizacije na usvajanje, izražavajući time volju za regulisanje imovinsko pravnog odnosa usvajanjem plana i opstankom dužnika,
- svaki drugi običan plan (plan reorganizacije u stečaju) je bio odbačen, a svaki četvrti ožalben,
- Više od  $\frac{3}{4}$  unapred pripremljenih planova reorganizacije je usvojeno, ali je skoro polovina ožalbena,
- kod plana reorganizacije u stečaju, uočeno je da postoji manja verovatnoća da će biti usvojen, ali i manja da će biti ožalben,
- nasuprot tome, kod UPPR-a, se pokazalo da postoji veća verovatnoća da će UPPR biti usvojen, ali i veća da će biti ožalben.

Kada je u pitanju učešće UPPR-ova u rešavanju restrukturiranja dužnika u Republici Srbiji, istraživanjem je utvrđeno sledeće:

- nastavlja se primećeni trend od 25% predloga za rešavanje nelikvidnosti dužnika UPPR-om - svaki četvrti plan,
- uočeno je da je „kvalitet,, preduzeća koje ulaze u stečaj nešto bolji, što znači da imaju veću vrednost imovine, više mogućnosti za prodaju dužnika kao pravnog lica, bolje izgledе poverilaca za naplatu potraživanja uopšte ili za viši iznos naplate potraživanja,
- iako su pre odluke Ustavnog suda Republike Srbije, u praksi dominirali automatski stečajevi, trend „neautomatskih“ stečajeva, zasnovanih na volji predlagača, bio je u porastu i počeo da dominira, nakon donošenja odluke Ustavnog suda.

Logički zaključak koji bi se mogao izvesti iz postojećeg stanja na tržištu u situaciji veoma plitkog tržišta imovine u Srbiji, je, da je sve veći procenat poverilaca spreman na kompromis sa dužnikom da bi dobili „što se dobiti može,, i to pre svega kompromisom kroz UPPR, na koji mogu više uticati nego u slučaju stečaja dužnika.

U Srbiji kao i zemljama regiona, uglavnom se sprovodi dobrovoljna i stečajna reorganizacija kao model finansijskog restrukturiranja. Prema dostupnim podacima na spisku Agencije za privatizaciju, u restrukturiranju i privatizaciji nalazilo se 502 preduzeća sa većinskim državnim kapitalom od kojih je samo 37 privatizovano. Akcionim planom vlade stečaj je pokrenut u 188 preduzeća. Samo kod 17 strateški značajnih preduzeća razmišlja se o odluci nadležnog državnog organa, kojom će se ta preduzeća štititi od naplate potraživanja poverilaca i to na određeno vreme, do okončanja privatizacije. Većina od preostalih 120 preduzeća prema podacima Ministarstva privrede RS spas je potražila u restrukturiranju najčešće kroz unapred pripremljena plan reorganizacije, manji broj je pripremao plan reorganizacije u stečaju ili sporazumno finansijsko restrukturiranje.

## **6.2. Istraživačka metodologija**

U izradi ovog rada, autori su koristili više metoda saznanja stvarnosti. Naučna metoda istraživanja masovnih društvenih pojava metodom

statistike, na dovoljno velikom broju prikupljenih, sređenih, analiziranih i interpretiranih podataka, o kojima je autor stekao saznanje na osnovu javnih podataka iz sudova, Agencije za privatizaciju, nadležnih ministarstava, Privredne komore Srbije, Beogradske berze i drugih validnih izvora saznanja, koji izražavaju varijabilnost i kovarijabilnost, pretežno sa kvantitativnog, ali i sa kvalitativnog aspekta, radi deskripcije, analize, otkrivanja zakonitosti koje u njima postoje i generalizacije zaključaka koji se izražavaju statističkim brojevanim merama.

Autor je na sistematičan način prikupljao podatke o velikom broju činjenica i uzoraka o preduzećima koja su u finansijskim poteškoćama, u postupku restrukturiranja na osnovu odluke Agencija za privatizaciju, nad kojima je pokrenut stečajni postupak u širem smislu reči, preduzećima nad kojima je pokrenut automatski stečaj na inicijativu Narodne banke Srbije, preduzećima koja su pokrenula prethodni stečajni postupak sa unapred pripremljenim planom reorganizacije, preduzećima koja su vršila samorestrukturiranje primenom odabranog modela restrukturiranja, preduzećima nad kojima je pokrenut postupak restrukturiranja uz posredovanje Privredne komore Srbije.

Prikupljanje podataka je vršeno uz poštovanje unapred planiranog cilja prikupljanja činjenica, radi utvrđivanja broja preduzeća koja su u postupku restrukturiranja, utvrđivanja oblika restrukturiranja, mera koje su se primenjivale, rezultata restrukturiranja, utvrđivanja nedostataka primenjenih oblika restrukturiranja i momenta početka procesa i na osnovu obrade podataka, donošenja zaključka autora o značaju stalnosti poslovanja preduzeća za sva lica zainteresovana za poslovanje preduzeća, značaju blagovremene primene restrukturiranja i blagotvornom dejstvu adekvatnih mera restrukturiranja, što je sve potvrđeno na uzorku u nastavku ovog teksta.

### **6.2.1. Cilj istraživanja**

Cilj ovog istraživanja je da prikaže postojeći zakonodavni okvir koji ukazuje na mogućnost rešavanja dužničko poverilačkih odnosa i nelikvidnosti pivrednih subjekata na teritoriji Republike Srbije, stanje nelikvidnosti privrednih subjekata na tržištu, da ukaže na mogućnost utvrđivanja realne ocene i analize finansijskih izveštaja dužnika, i s tim u vezi utvrđivanje ključnog momenta kada preduzeće treba da preduzme određene mere restrukturiranja kako bi moglo da se oporavi i nastavi poslovanje, kreiranjem različitih oblika restrukturiranja i primene adekvatnih mera na svakog pojedinačnog dužnika, kao i istovremeno

prilagođavanje privrednih subjekata u dugovima kao i onih koji nisu, spoljnim i unutrašnjim uticajima. Uvidelo se da celokupna teoretska istraživanja celine samog procesa restrukturiranja, primene adekvatnih mera restrukturiranja i svih potencijalnih koristi za dužničko poverilačke odnose na tržištu Republike Srbije, još uvek nisu značajna, a takođe ni praktična iskustva.

### 6.3. Mogućnosti učesnika u postupcima restrukturiranja

Prikaz prava, obaveze i mogućnosti učesnika u postupcima restrukturiranja preduzeća:

<b>Kriterijumi:</b>	<b>Sporazumno restrukturiranje</b>	<b>Unapred pripremljen plan reorganizacije</b>	<b>Plan reorganizacije u stečaju</b>
<b>Učesnici</b>	Samo poverioci koji dobrovoljno pristupaju (minimum dve poslovne banke)	Svi poverioci srazmerno visini njihovih potraživanja u okviru odgovarajućih klasa	Svi poverioci srazmerno visini njihovih potraživanja u okviru odgovarajućih klasa
<b>Moratorijum</b>	Samo poverioci koji zaključe ugovor o mirovanju dugova	Moguće (uz odobrenje sudije) odnosi se na sve poverioce	Zabrana izvršenja i namirenja
<b>Uloga stečajnog upravnika</b>	Nema	Moguća, uglavnom ograničena na proveru tačnosti podataka	Stečajni upravnik vodi poslove i zastupa stečajnog dužnika
<b>Raspolaganje potraživanjem</b>	Slobodno raspolaganje ako ugovorom nije drugačije određeno	Slobodno	Slobodno
<b>Administrativni zahtevi / Direktni troškovi</b>	Niski	Srednji	Visoki
<b>Indirektni troškovi (prekid poslovne saradnje)</b>	Bez (nema reputacionog efekta)	Mogući	Mogući
<b>Podsticaji za poverioce</b>	Postoje (specifični)	Postoje (manji)	Ne postoje ili mali
<b>Posledice neusvajanja plana /zaključenja ugovora o restrukturiranju</b>	Nema	Nema (ako se ne usvoji)	Bankrot



Na osnovu istraživanja, autori je došao do brojnih veoma važnih za teoriju i praksu, zaključaka:

- po pravilu planovi sadrže nedostatke,
- aktivno legitimisano lice za podnošenje UPPR-a u Srbiji je jedino dužnik,
- reorganizacije koje se odnose na samorestrukturiranje preduzeća, u Srbiji takođe najčešće podnosi dužnik a u razvijenim tržišnim ekonomijama sveta, vrlo često poverioci, da bi predupredili nastanak svoje štete i sačuvali poslovni odnos sa dužnikom, kako im najviše odgovara,
- moguće da su neki poverioci povezana lica pa je broj „dužničkih“ planova u praksi veći.

U praksi pre svega dolazi do grešaka u formiranju klasa, koje su verovatno vezane za pogrešno tumačenje odredaba zakona o stečaju, ali i činjenicu da se mnogu UPPR-ovi pripremaju samo da bi se dobilo na vremenu, donekle produžio „život“, preduzeća a ponekad samo radi donošenja mera obezbeđenja od strane suda, koje omogućavaju deblokadu računa:

***Česta nedosledna primena zakona i neadekvantno formiranje klasa poverilaca:***

- U do sada pripremljenim UPPR-ovima, najmanji broj klasa koji se formira identičan je isplatnim redovima, koje kao imperativne propisuje zakon o stečaju, i naravno, klasa razlučnih poverilaca se uvek formira kao posebna klasa ako stečajni dužnik ima različite poverioce,
- Često se nailazi na usvojen UPPR u kojem su klase pogrešno formirane, da postoji nedosledan tretman poverilaca, da su potraživanja poverioca po istom osnovu svrstana u različite klase sa različitim procentom naplate i načinom namirenja kao i da kriterijumi razvrstavanja potraživanja poverilaca po klasama nisu u skladu sa zakonom,
- Vrlo često se namerno izostavljaju potraživanja poverilaca za koje dužnik unapred proceni da neće glasati za usvajanje UPPR-a,

- U praksi se uglavnom nudi isti procenat naplate potraživanja poverilaca svih klasa i uglavnom isplata 100% potraživanja ali na reprogramirani period i primenjuje se mali broj, uglavnom samo nekoliko mogućih modela restrukturiranja iako postoji široka lepeza modela koji se mogu primeniti u svakom konkretnom slučaju.

***Mogućnost formiranja više klasa poverilaca u okviru isplatnih redova i različita naplata visine potraživanja:***

Pre svega, UPPR predstavlja ugovor između dužnika i poverioca koji se usvaja većinom glasova poverilaca po visini potraživanja, svake klase. Sud nema osnova da prigovara tako izraženoj volji ugovornih strana.

Svaka klasa poverilaca formirana je na način kako to dozvoljava Zakon o stečaju. Zakon daje mogućnost formiranja više klasa u okviru isplatnih redova i insistira na jednakom tretmanu i ravnopravnom položaju poverilaca iste klase. Bez obzira na razliku u visini namirenja poverilaca po klasama, poverilac svake klase jeste u ravnopravnom položaju poverilaca te klase.

Nasuprot napred navedenom, stvarni broj klasa potraživanja poverilaca, zavisi od toga koliko zaista ima isplatnih redova u posmatranom UPPR-u, a po slovu i duhu zakona o stečaju, kako je navedeno, postoji mogućnost formiranja više klasa u okviru istog ili svakog isplatnog reda.

Poverioci istog isplatnog reda mogu biti razvrstani u više klasa u zavisnosti od karakteristika njihovih potraživanja, odnosno kriterijuma koji su bili osnov razvrstavanja potraživanja poverilaca, uz poštovanje prava razlučnih poverilaca, založnih, povezanih lica i prava sudije da utiče na formiranje drugih klasa poverilaca.

Glasanje se takođe vrši u okviru klasa poverilaca, i prava prioriteta njihovih potraživanja prema isplatnim redovima. Potraživanja svih poverilaca, osim razlučnih spadaju u isplatni red ostalih stečajnih poverilaca. Dešava se da nema potraživanja poverilaca koji spadaju u I i II isplatni red opisanih u članu 54. st. 4. tačka 1. i 2. i to formiranjem klasa poverilaca u okviru ostalih isplatnih redova, ne dolazi do povrede pravo na prioritetsnu naplatu bilo kog poverioca.

Takođe, zakonom o stečaju je propisana mogućnost formiranja posebne klase poverilaca koji će biti u potpunosti izmirena pre početka primene UPPR-a i koja zbog toga ne glasa za usvajanje UPPRa.

Zakon o stečaju prepušta uverenju stečajnog sudije da naloži ili odobri formiranje jedne ili više dodatnih klasa u slučajevima navedenim u zakonu, ali ne i pravo suda da zahteva brisanje klase poverilaca koja je formirana na osnovu odredbi zakona koji to pravo daje isključivo predlagaču UPPR-a. Formiranje ove klase poverilaca, zakon izričito predviđa opciju – odluku da li formirati takvu klasu, zakon prepušta predlagaču UPPR-a a nikako sudu. Kako navedenom odredbom zakon o stečaju dozvoljava namirenje pomenute klase u punom iznosu potraživanja i pre početka primene UPPR-a, jasno je da zakon dozvoljava različit način i visinu namirenja poverilaca različitih klasa ali jednak tretman poverilaca iste klase.

Zakonom je stečajnom sudiji data posebna uloga u oceni načina i zakonitosti formiranja klasa poverilaca.

Odredbama zakona je predviđeno da se glasanje vrši u okviru klasa poverilaca. Potraživanja poverilaca dele se najmanje na klase po osnovu njihovih razlučnih prava i prava prioriteta njihovih potraživanja prema isplatnim redovima.

Klase poverilaca se obrazuju u skladu sa dva objektivna kriterijuma: razlučnim pravima poverilaca i pravom prioriteta potraživanja. Mimo navedenih kriterijuma, stečajni sudija ima zakonsko ovlašćenje da dozvoli formiranje dodatne klase u slučaju da je prema okolnostima konkretnog slučaja opravdano formiranje posebne klase usled pojedinih suštinskih karakteristika pojedinih potraživanja, ili u slučaju da su sva potraživanja u okviru predložene klase u značajnoj meri slična. Pri proceni da li treba formirati posebnu klasu poverilaca treba poći od zajedničkog interesa koji ti poverioci imaju, a ne samo od sličnosti prava koja potražuju.

### ***Prava stečajnog sudije u formiranju klasa:***

Stečajni sudija može naložiti ili odobriti formiranje jedne ili više dodatnih klasa u sledećim slučajevima:

1) ako su stvarne i suštinske karakteristike potraživanja takve da je opravdano formiranje posebne klase,

2) ako su sva potraživanja u okviru predložene posebne klase u značajnoj meri slična, izuzimajući klase formirane iz administrativnih razloga.

Stečajni sudija ima diskreciono pravo da naloži formiranje posebne klase poverilaca koji ne glasaju o planu reorganizacije, ako na osnovu dostavljenih dokaza utvrdi da su poverioci koji imaju više od 30% potraživanja u okviru jedne od klasa:

1) lica povezana sa licem koje je kontrolni član ili akcionar ili poseduje značajno učešće u kapitalu stečajnog dužnika, u smislu zakona kojim se uređuju privredna društva,

2) pravna lica u kojima su lica navedena u zakonu direktno ili indirektno kontrolni članovi ili akcionari, odnosno poseduju značajno učešće u kapitalu, u smislu zakona kojim se uređuju privredna društva,

3) lica koja sa licima koja zakon određuje deluju zajedno u smislu zakona kojim se uređuju privredna društva.

U dosadašnjoj praksi, Privredni apelacioni sud je ovo pravo stečajnog sudije utvrdio kao obavezu.

Može se slobodno naglasiti da je formiranje klasa „umetnost“ jer zavisi od mnogo činilaca, pre svega od stručnosti kreatora UPPR-a, realnih činjenica na kojim se zasniva, dobrim poslovnih odnosima i razumevanju poverilaca i od suštinskog značaja je za restrukturiranje stečajnog dužnika i naplatu potraživanja poverilaca.

***Podsticaj dužniku da sam predloži plan su značajni, i ogledaju se pre svega u sledećem:***

- Dužnik sve vreme ima inicijativu, jer je pre svega predlagač UPPR-a, predlaže način formiranja klasa, daje argumenta na eventualne prigovore poverilaca i kontroliše postupak.
- Nema nagrade stečajnom upravniku koji je u domaćem zakonodavnom sistemu značajne visine, ali sud može (ali ne mora) da odredi privremenog stečajnog upravnika.

***Specifični zahtevi u pogledu UPPR-a su uglavnom zadovoljeni:***

- Istraživanjem je utvrđeno da po pravilu većina UPPR-ova formalno zadovoljava zahteve koje postavljaju imperativne norme zakona,

- Sadrži odredbu o namirenju potraživanja poverilaca koji nisu obuhvaćeni planom a koji svakako imaju pravo na namirenje na isti način kao i poverioci klase kojoj bi po prirodi stvari pripadali da je potraživanje navedneo u UPPR-u,
- Potpisana izjava većine poverilaca (po visini potraživanja) svake planom predviđene klase da su saglasni sa sadržinom plana i spremni da glasaju za njegovo usvajanje,
- Izjava stečajnog dužnika o verodostojnosti podataka navedenih u UPPR-u,
- Podaci o postupku pripreme plana,
- Vanredni izveštaj revizora sa stanjem poslovnih knjiga do 60 dana pre podnošenja UPPR-a, sa pregledom svih potraživanja po klasama,
- Izjava revizora ili stečajnog upravnika o izvodljivosti plana,
- Kratak izveštaj o očekivanim bitnim događajima u poslovanju dužnika koji mogu nastati nakon usvajanja plana.

#### ***Tretman povezanih lica:***

- U velikom broju UPPR-ova, uočeni su neadekvatni prikazi i razvrstavanje po klasama povezanih lica. Nije jasno ili nije uopšte, naznačena veza pojedinih poverilaca (povezanih osoba) i dužnika. Najčešće se ne formira posebna klasa poverilaca koju čine povezana lica, već se svrstavaju u isplatni red stečajnih poverilaca u klasu sa svim drugim poveriocima ovog isplatnog reda.
- U praksi postoje visoka međusobna potraživanja i kolaterali između povezanih lica. U takvim slučajevima, povezana lica uvek glasaju za usvajanje UPPR-a, uglavnom imaju značajno procentualno učešće u klasi u koju su razvrstani, tako da se UPPR usvaja samo ili pretežno na osnovu glasanja povezanih lica,
- Navedene greške izazivaju ozbiljan problem prilikom formiranja klase, jer se glasanje po osnovu visine potraživanja ostalih poverilaca mogu svesti na puku formu,
- uočeno je da su u najvećem broju slučajeva povezana lica uključena u klase sa procentom učešća 55% i 65% visine potraživanja,
- povezana lica na taj način preglasavaju "prave" poverioce,

- poverioci najbolje sami štite svoje interese, tako da im se mora priznati legitimno pravo formiranja klasa u skladu sa realnim kriterijumima,
- Ovo pitanje je veoma važno, jer na teritoriji Srbije ima mnogo pokrenutih stečajnih postupaka povezanih lica,
- Kada drugi poverioci uoče pomenuti nedostatak, najčešće se problem otklanja u postupku po žalbi, čime se postupak usvajanja UPPR-a nepotrebno odugovlači.

Zakonom o stečaju propisano je da lica povezana sa stečajnim dužnikom, u smislu tog zakona kao *lex specialis* za stečajni postupak, čine posebnu klasu poverilaca i ne glasaju o planu reorganizacije. Dalje, zakonom je propisano koja lica se smatraju u smislu zakona povezanim licima, pa tako opredeljuje da se povezanim licem smatra pravno lice koje stečajni dužnik kontroliše u smislu zakona kojim se uređuju privredna društva.

Zakon o privrednim društvima (ZOPD) poznaje termin „kontrolno učešće“, u kapitalu drugog društva koje reguliše svojim odredbama, pri čemu detaljno reguliše povezivanje ugovorom. Kontrolno učešće postoji kada jedno lice ima učešće veće od polovine glasova u skupštini određenog društva, tj. većinsko učešće, kao i kada ima učešće jednako ili manje od polovine glasova u skupštini društva, ali po osnovu tog učešća i njegove srazmere prema učešću ostalih članova (vlasnika) društva, odlučujuće utiče na donošenje odluka skupštine društva. Ne postoji povezanost ni na osnovu ugovora, koja bi mogla dovesti do kontrole nad društvom, jer je definicija povezanih lica zakonom o stečaju određena u užem smislu.

Primeru radi, od nekih 100 usvojenih UPPR-ova, u stvarnosti otprilike uspeva oko 30 i pored sofisticiranih procesa i tehnika vrednovanja svakog bitnog detalja posla, koje zakon propisuje, napornih pregovora koji se vode više meseci između dužnika i poverilaca i postignutih dogovora, evidentno je mnogo promašaja. I dodatno, tamo gde se čini da su odnosi poverilaca i dužnika idealni, jer su ostvareni iz prijateljskih pobuda, često vrlo nepredvidivo dolazi do njihovog razlaza. A tamo gde dođe do prisilne i nevoljne zajednice posle početnih nesporazuma i teških reči, svi postaju očevici dosta dobre i čvrste saradnje. Dakle, zajednički kompanijski život je pravo čudo i ko preživi prvu, drugu i treću godinu izvršavanja UPPR-a, ima šanse za skladan „poslovni život“.

Na osnovu svega izloženog, može se postaviti pitanje, šta savetovati privrednim subjektima i kreatorima normativnog okvira koji se odnosi na uređivanje likvidnosti u Republici Srbiji, kao preliminarno rešenje prihvatljivog oblika restrukturiranja na svaki pojedinačni slučaj.

Načelno - ako je pretpostavka održivosti poslovanja preduzeća zadovoljena i kao poverioci dužnika:

- kao poverioci dominiraju banke – autor smatra da treba savetovati restrukturiranje u postupku sporazumnog finansijskog restrukturiranja ili sporazumnog finansijskog restrukturiranja uz posredovanje Privredne komore Srbije, zato što ima malo poverilaca sa višim ili nižim potraživanjem, a ovi postupci respektuju interese svakog poverioca pojedinačno,
- ako kao poverioci dominiraju banke, ali značajno još nekoliko poverilaca (dobavljača), autor smatra da treba preporučiti rešavanje problema putem UPPR ili sporazumnog finansijskog restrukturiranja ili sporazumnog finansijskog restrukturiranja uz posredovanje PKS. U slučaju opredeljenja za opciju UPPR-a, potrebno je pravilno proceniti intencije i učešće nesaglasnih akcionara.
- Ukoliko kao poverioci ne dominiraju banke, već dosta većih dobavljača, mogao bi se preporučiti UPPR, kao način rešavanja likvidnosti, jer bi se moglo očekivati da će veliki poverioci lakše postići dogovor oko prihvatanja ponude izražene u UPPR i glasati za usvajanje,
- ukoliko su poverioci disperzovani preporučuje se pre svega, pokušaj dogovora predlaganjem UPPR-a a ako ne uspe, predložiti plan reorganizacije u stečaju, u tom slučaju prethodno nastupaju stečajne posledice za dužnika, ali i za sve poverioce.

## **7. KREIRANJE TEORIJSKO – METODOLOŠKOG OKVIRA UNAPRED PRIPREMLJENOG PLANA REORGANIZACIJE U FUNKCIJI STALNOSTI POSLOVANJA**

### **7.1. Analiza i ocena uticaja kreiranog teorijsko – metodološkog okvira unapred pripremljenog plana reorganizacije u funkciji održavanja stalnosti poslovanja**

U ovom poglavlju izlaže se primer UPPR-a, sa uzrocima nastanka nelikvidnosti, mogućnostima utvrđivanja pogoršanja finansijse situacije preduzeća, predloga modela restrukturiranja koji se smatra najadekvatnijim imajući u vidu momenat donošenja odluke nadležnih organa za pokretanje postupka restrukturiranja u cilju opstanka preduzeća i rešavanja problema dospelih dugova, zatim odabira realnih mera restrukturiranja na konkretno činjenično stanje.

Kao rezultat istraživanja ovog rada, u UPPR-u su predložene mere i kreirane klase, na način kako, sa jedne strane zakonski propisi dozvoljavaju a sa druge strane, nasuprot već stvorenoj praksi, koja je kreirana šturoom primenom u praksi velike lepeze mogućih mera restrukturiranja.

Primena novina koje u oblasti, oblika i mera restrukturiranja, opisuje ovaj rad, može služiti brojim preduzećima koja su u sličnoj situaciji ili samo pretećoj nelikvidnosti, da uredi, odnosno preduprede otklanjanje, odnosno nastanak negativnih posledica na preduzeća a samim tim i druga lica zainteresovana za njegovo poslovanje.

### **7.2. Osnovne informacije o preduzeću Poljoprivredni promet d.o.o. na koji je primenjen postojeći model unapred pripremljenog plana reorganizacije**

Poslovno ime: Privredno društvo Poljoprivredni promet akcionarsko društvo.

Skraćeno poslovno ime: Poljoprivredni promet ad.

Razlog pripreme UPPR-a je postojanje stečajnog razloga - trajnija nesposobnost plaćanja obaveza Stečajnog dužnika. Većinski vlasnik Stečajnog dužnika je država.



***Delatnost koju stečajni dužnik obavlja:***

Delatnost stečajnog dužnika je veoma bitna delatnost za razvoj poljoprivrede u celoj regiji gde je sedište preduzeća. Sa tim ciljem je preduzeće davno osnovano, a u svom dugogodišnjem poslovanju ostvarilo je veoma značajne i rezultate za razvoj poljoprivrede regije i uopšte nauke u Srbiji. Pretežna delatnost stečajnog dužnika je: 73103 – istraživanje i razvoj u biotehničkim naukama.

Pored navedenog, odlukom o osnivanju propisano je da Stečajni dužnik pored navedene delatnosti obavlja i još neke druge delatnosti:

- Generička, fiziološka, agrotehnička istraživanja, oplemenjivanje povrtarskih, krmnih i voćarskih kultura. Izučavanje bolesti i štetočina ratarskih, povrtarskih, krmnih i voćarskih kultura. Proučavanje tehnikotehnoških karakteristika postojećih i novostvorenih sorti i hibrida ratarskih, povrtarskih, krmnih i voćarskih kultura,
- Fiziološka, generička i agrotehnička proučavanja ratarskih, povrtarskih, krmnih i voćarskih kultura, u uslovima suše sa ciljem stvaranja tolerantnih sorti na stresne klimatske faktore.
- Sistematska istraživanja korovskih biljaka, bolesti i štetočina gajenog bilja u funkciji iznalaženja racionalnih mera suzbijanja.
- Izučavanje uslova i metoda za proizvodnju visokovredne hrane u ratarstvu, povrtarstvu i voćarstvu.
- Prikupljanje i proučavanje domaćih i introdukovanih sorti poljoprivrednog bilja za potrebe banke biljnih gena.
- Transfer i primena neučnotehnoških rešenja.
- Stručna i zdravstvena kontrola proizvodnje semena i sadnog materijala i druge delatnosti.

***Razlozi predlaganja reorganizacije:***

- Najveći deo imovine stečajnog dužnika predstavljaju nepokretnosti i pokretne stvari koje su vlasništvo preduzeća.
- Pokretne stvari stečajnog dužnika su male vrednosti i nisu atraktivne za raspolaganje - prodaju. Potraživanja Stečajnog dužnika iznosila su

u momentu donošenja odluke o reorganizaciji dužnika, oko 27.000.000,00 dinara.

- Sa druge strane, prihodom koji stečajni dužnik ostvaruje iz delatnosti, prodaje imovine ukoliko bude potrebno i eventualno iz pozajmice može se obezbediti isplata svih poverilaca, u roku, na način i u visini propisanoj ovim planom.
- Imajući u vidu stanje imovine stečajnog dužnika, tržišne okolnosti i trenutno stanje u privredi, očigledno je da se sprovođenjem reorganizacije stečajnog dužnika obezbeđuje povoljnije namirenje poverilaca sa jedne strane i opstanak dužnika kao pravnog lica sa druge strane.
- Pored navedenog, uspešnim sprovođenjem plana reorganizacije može se obezbediti kontinuitet poslovanja stečajnog dužnika i vremenom zaposliti dodatna potrebna radna snaga.

#### ***Razlozi opredeljenja za plan reorganizacije a ne za bankrotstvo:***

- Nepokretna imovina predstavlja najveći i najvredniji deo imovine stečajnog dužnika. Potraživanja i zalihe su male vrednosti u odnosu na iskazana potraživanja poverilaca. Kompletna pokretna i nepokretna imovina je u državini stečajnog dužnika, na osnovu odluke o osnivanju privrednog društva.
- Ne postoje validni zemljišno knjižni podaci, pa samim tim ne postoje adekvatni podaci za utvrđivanje prava svojine nad nepokretnostima koje su u državini stečajnog dužnika. Posedovni listovi na kojima je evidentirano pravo stečajnog dužnika ukazuju na činjenicu da je Stečajni dužnik samo korisnik nepokretnosti a vlasnik Republika Srbija.
- Republičko javno pravobranilaštvo je najavilo podnošenje zahteva za izlučenje uz obrazloženje da predstavljaju državnu svojinu.
- Dve poslovne banke imaju uspostavljeno pravo zaloge na kvarljivoj robi – semenu, koje je klijalno, što shodno vrsti robe predstavlja propast založene stvari, tako da nema mogućnosti da se banke naplate prioriteto iz obezbeđene imovine.

Zbog svega navedenog, autori smatraju da je isplata poverioca na način predviđen UPPR-om, povoljnije i sigurnije rešenje za poverioce i mogućnost da dužnik opstane kao pravno lice i obavlja delatnost za koju je registrovano a koja je od velikog značaja za regiju istočne Srbije.

### **7.3. Osnovni elementi novog modela unapred pripremljenog plana reorganizacije**

#### ***Okolnosti koje su dovele do finansijskih teškoća, razlozi nelikvidnosti***

Stečajni dužnik, Poljopromet društvo sa ograničenom odgovornošću, je bilo privatizovano. Kupac društvenog kapitala nije ispunjavao obaveze koje je preuzeo ugovorom o kupovini društvenog kapitala, tako da je tadašnja Agencija za privatizaciju raskinula ugovor o kupoprodaji i većinski kapital je prene u državno vlašništvo, tako da je država prodala svoj kapital urednoj privatnoj firmi.

Preduzeće je iz prethodnog perioda imalo ogromne obaveze. Nakon postepenog regulisanja obaveza usledili su opšte poznati ekonomski poremećaji u svetskoj privredi, koji su se u mnogome reflektovali na privredu Republike Srbije koja je bila u tranziciji, kada su joj strane investicije bile najpotrebnije.

Usled nagomilanih problema, a pre svega usled nemogućnosti naplate značajne visine potraživanja od RTB Bor ad Bor – u restrukturiranju, koji je bio u postupku restrukturiranja na osnovu odluke Agencije za privatizaciju i posledično tome, nemogućnosti naplate dospelog potraživanja, došlo je do blokade računa stečajnog dužnika i nemogućnosti plaćanjaospelih obaveza.

#### ***Mere za realizaciju plana reorganizacije:***

##### ***Otplata obaveza stečajnog dužnika radi namirenja poverilaca***

Otplata utvrđenih obaveza Stečajnog dužnika vršiće se u jednakim mesečnim ratama, za sve poverioce jedne klase, u predloženom procentu i u periodu od 5 godina od momenta početka primene plana reorganizacije.

Plan reorganizacije – UPPR, će početi da se primenjuje petnaestog dana od dana pravnosnažnosti rešenja o potvrđivanju usvajanja plana reorganizacije.

##### ***Rok dospelosti***

Rok dospelosti svake rate poverilaca je poslednji dan u mesecu predviđenom za isplatu rate.

Stečajni dužnik može izvršiti isplatu potraživanja poverilaca i pre navedenog roka, ukoliko bude u mogućnosti.

### ***Zaključivanje ugovora o zajmu radi realizacije plana reorganizacije***

U cilju obezbeđenja sredstava za isplatu poverilaca, stečajni dužnik će, ukoliko bude bilo potrebno zaključiti ugovor o pozajmici sa poslovnom bankom, na iznos potreban za namirenje poverilaca.

Povraćaj pozajmice zajmodavcu neće uticati na izvršenje obaveza iz plana reorganizacije, obzirom da će ugovor o pozajmici biti zaključen nakon obustave stečajnog postupka, kojim će ugovorne strane samostalno urediti prava i obaveze iz ugovora.

### ***Zaposleni u Stečajnom dužniku***

U momentu otvaranja stečajnog postupka u subjektu stečaja je bilo u stalnom radnom odnosu 67 zaposlenih radnika.

Broj zaposlenih i troškovi će biti smanjeni, s početkom primene UPPR-a, usled primene modela reorganizacije *corporate downsizing*.

### ***Sredstva za realizaciju plana reorganizacije***

Sredstva za realizaciju plana reorganizacije, obezbediće se:

- delom iz obavljanja delatnosti i to prihoda koji Stečajni dužnik ostvaruje iz budžeta Republike Srbije kao i prihoda koji će ostvariti maksimalnim korišćenjem državne imovine,
- prodaje imovine ukoliko bude potrebno i
- eventualno iz pozajmice.

Na taj način bi se mogla obezbediti isplata svih poverilaca, u roku, na način i u visini propisano ovim planom.

### ***Detaljna lista poverilaca sa podelom na klase***

Lista poverilaca formirana je na osnovu člana 156. stav 1. tačka 3, Zakona o stečaju, analogno kriterijumuma iz člana 54.

Na osnovu navednog kriterijuma planom reorganizacije se predviđa formiranje:

- četiri klase poverilaca, prema isplatnim redovima formiranim u skladu sa zakonom i to:

***Prva klasa poverilaca koja pripada prvom isplatnom redu:***

U prvu klasu poverilaca spadaju:

- Potraživanja zaposlenih povodom neisplaćenih neto zarada zaposlenih i bivših zaposlenih u visini minimalnih zarada, za poslednjih godinu dana pre dana otvaranja stečajnog postupka dužnika, sa kamatom od dana dospeća do dana otvaranja stečajnog postupka.
- Potraživanja nadležnog fonda po osnovu neplaćenih doprinosa za penzijsko i invalidsko osiguranje zaposlenih za poslednje dve godine pre otvaranja stečajnog postupka, čiju osnovicu za obračun čini najniža mesečna osnovica doprinosa, saglasno propisima o doprinosima za obavezno socijalno osiguranje, na dan otvaranja stečajnog postupka.

***Druga klasa poverilaca, koja pripada drugom platnom redu:***

U drugu klasu poverilaca su razvrstana:

- Potraživanja po osnovu javnih prihoda i to svih javnih prihoda dospelih u poslednja tri meseca pre otvaranja stečajnog postupka dužnika.

***Treća klasa poverilaca, koja pripada trećem isplatnom redu:***

U treću klasu poverilaca spadaju potraživanja:

- Zaposlenih i ranije zaposlenih radnika za potraživanja koja ne spadaju u prvu klasu i svi drugi komercijalni poverioci.

***Četvrta klasa poverilaca, koja pripada trećem isplatnom redu:***

- Državni poverioci.

***Visina novčanog iznosa ili imovina koja će služiti za namirenje poverilaca***

Namirenje poverilaca Stečajni dužnik će vršiti iz sredstava opisanih u odeljku VI plana reorganizacije.

Visina novčanog iznosa koji će služiti za namirenje potraživanja poverilaca jednaka je iznosu utvrđenih potraživanja na dan preseka navedena u UPPRu, umanjena do iznosa isplate prihvaćenog ovim planom reorganizacije.

Planom reorganizacije predviđa se isplata potraživanja poverilaca na sledeći način:

- I i II klasa poverilaca isplaćuje se u visini 30% priznatih i usaglašenih potraživanja,
- III klase poverilaca isplaćuje se u visini od 40% potraživanja i
- IV klasa poverilaca u visini od 20%.

### ***Postupak za namirenje potraživanja i vremenska dinamika plaćanja***

#### ***Dinamika plaćanja***

##### ***Priznata potraživanja***

Isplata potraživanja poverilaca I (prve) klase biće izvršena u 30 (trideset) jednakih mesečnih rata srazmerno svakom poveriocu i to počev od dana primene plana reorganizacije. Isplata se vrši u iznosu 30% visine potraživanja na dan primene UPPR-a.

Isplata potraživanja poverilaca II (druge) klase biće izvršena u 2 (dve) jednake mesečne rate srazmerno svakom poveriocu i to počev od trideset prvog meseca od početka primene plana reorganizacije a nakon isplate poverilaca prve klase. Isplata se vrši u iznosu 30% visine potraživanja na dan primene UPPR-a.

Isplata potraživanja poverilaca III i IV klase, biće izvršena u 28 (dvadeset osam) jednakih mesečnih rata srazmerno svakom poveriocu i to počev od trideset trećeg meseca od početka primene plana reorganizacije a nakon isplate poverilaca prethodne klase. Isplata se vrši u iznosu procentu navedenom u prethodnom odeljku i visini koja je utvrđena na dan primene UPPR-a.

Ovakav način isplate je u skladu sa zakonom o stečaju koji propisuje da se poverioci nižeg isplatnog reda mogu namiriti tek pošto se namire stečajni poverioci višeg isplatnog reda.

Smatraće se da je plan reorganizacije izvršen ukoliko su svi poverioci priznatih potraživanja isplaćeni u propisanom iznosu i u roku propisanom ovim planom (pet godina od dana primene plana reorganizacije), bez obzira na momenat okončanja sudskih sporova vezanih za utvrđivanje osnovanosti osporenih potraživanja.

***Osporena potraživanja:***

Isplata nepriznatih potraživanja poverioca, biće izvršena u zavisnosti od sudske odluke, u roku od 15 (petnaest dana) od dana pravnosnažnosti presude, u visini koju sud utvrdi u sudskom postupku i to u procentu klase kojoj poverilac pripada ukoliko je izvršena isplata potraživanja poverilaca klase kojoj osporeno potraživanje pripada, a ukoliko nije izvršena isplata te klase, poverilac osporenog potraživanja će biti isplaćen u skladu sa dinamikom isplate klase kojoj pripada.

U slučaju osporenih potraživanja, sud može da izvrši procenu visine potraživanja u svrhu glasanja u skladu sa odredbama Zakona o stečaju.

***Mogućnost reprograma duga:***

UPPR-om se dozvoljava mogućnost da bilo koji poverilac i stečajni dužnik mogu u toku realizacije plana reorganizacije zaključiti sporazum o reprogramu duga ustanovljenog planom reorganizacije, kojim se stečajni dužnik stavlja u povoljniji položaj.

Ukoliko se reprogramom produžava/menja rok dospelosti potraživanja i ugovaraju drugačiji rokovi namirenja, drugačije ispunjenje obaveza ili neki drugi uslovi kao što su konverzija potraživanja u osnovni kapital, smatraće se da je plan reorganizacije ispunjen u roku, a namirenje poverioca će se izvršiti u skladu sa sporazumom o reprogramu duga.

Smatra se da konverzija potraživanja poverioca u osnovni kapital stavlja stečajnog dužnika u povoljniji položaj.

***Rokovi za realizaciju plana:***

Rok za realizaciju plana reorganizacije je 5 (pet) godine od početka primene plana reorganizacije.

***Odnos između prava i obaveza poverilaca:***

Pošto je usvojeni unapred pripremljeni plan reorganizacije vrsta ugovora između poverilaca i stečajnog dužnika, koji proizvodi dejstvo momentom pravnosnažnosti rešenja suda o usvajanju UPPR-a, sva prava i obaveze poverilaca stečajnog dužnika regulišu se samo i isključivo u skladu sa usvojenim planom reorganizacije, koji sadrži redefinisana prava i obaveze između ugovornih strana.

Usvojeni plan reorganizacije predstavlja izvršnu ispravu a primenjuje se od momenta navedenog u UPPR-u.

Stečajni dužnik je, kao predlagač UPPR-a koristio zakonsku mogućnost predloga rešenja i sadržine UPPR-a po oceni predlagača gde god je to bilo moguće, a gde nije predviđao je rešenja koja je zakon o stečaju propisivao kao imperativna, vodeći pri tom računa o realnim mogućnostima izvršenja UPPR-a i istovremeno najpovoljnijem namirenju poverilaca. Na osnovu toga, kreirao je novine u pripremi UPPR-a koje mogu značajno doprineti drugim privrednim subjektima u praksi restrukturiranja.

***Nova rešenja predloženog modela UPPR-a u odnosu na postojeću neodgovaraćuju praksu, do kojih je autori došao u postupku istraživanja:***

***Mera zaduživanja dužnika:***

Predviđena mera eventualnog zaduživanja dužnika, radi isplate potraživanja poverilaca u toku izvršenja UPPR-a, ne bi nikako predstavljalo značajnu povredu obaveza iz UPPR-a. Eventualno dodatno zaduživanje bi omogućilo trenutnu isplatu potraživanja ili dela potraživanja poverilaca što je suština UPPR-a a pri tom, dužnik bi svakako vodio računa o svom opstanku i isplati potraživanja poverilaca, jer su to upravo ciljevi koji se žele postići UPPR-om. Pored navedenog, u poslovnoj praksi je dobro poznato da je gotovina najlikvidnija aktiva i da, pod određenim uslovima, privrednom društvu može da donese veću korist trenutna gotovina nego neko drugo dobro koje donosi profit ali u dužem vremenskom periodu. Ukoliko dužnik predvidi UPPR-om ovu meru, nikako ne bi izvršio povredu obaveza iz UPPR-a.

***Tretman povezanog lica:***

U predloženom UPPR-u, kao poverilac sa učešćem oko 13% potraživanja pojavljuje se pravno lice u kome stečajni dužnik ima 33% udela. Poverioci



su prigovarali da je potrebno to povezano lice razvrstati u posebnu klasu da ne bi svojim glasom odlučujuće uticalo na usvajanje UPPR-a i time uzurpiralo njihova prava.

Međutim, sud nije prihvatio navode poverilaca uz logično obrazloženje:

Zavisno preduzeće jeste povezano lice kapitalom sa stečajnim dužnikom. Procenat učešća stečajnog dužnika u kapitalu zavisnog društva iznosi 33,33% osnovnog kapitala. Pored stečajnog dužnika, vlasnici kapitala zavisnog društva su još druga dva pravna lica koja imaju takođe po 33,33 % kapitala.

Dakle, navedeno učešće stečajnog dužnika:

- nije većinsko učešće u kapitalu povezanog lica, koja bi mu omogućila kontrolu nad zavisnim društvom niti
- najveće pojedinačno učešće.

Navedena dva uslova isključuju odredbe zakonom o stečaju koje uslovljavaju, da lica povezana sa stečajnim dužnikom u smislu ovog zakona čine posebnu klasu poverilaca i ne glasaju o planu reorganizacije. Dalje je zakonom propisano koja lica se smatraju u smislu ovog zakona povezanim licima, pa tako navodi da se povezanim licem smatra „pravno lice koje stečajni dužnik kontroliše u smislu zakona kojim se uređuju privredna društva,,.

Prema odredbama ZOPD, radi postojanja kontrolnog učešća u kapitalu povezanog lica, potrebno je da se ispune dva alternativna uslova:

- kontrolno učešće postoji kada jedno lice ima učešće veće od polovine glasova u skupštini određenog društva, tj. većinsko učešće, kao i
- kada ima učešće jednako ili manje od polovine glasova u skupštini društva, ali po osnovu tog učešća i njegove srazmere prema učešću ostalih članova (vlasnika) društva, odlučujuće utiče na donošenje odluka skupštine društva.

U konkretnom slučaju ne postoji povezanost ni na osnovu ugovora, koja bi mogla dovesti do kontrole nad društvom.

Iz navedenog se može zaključiti da stečajni dužnik ne kontroliše svoje povezano lice u smislu odredaba zakona o stečaju, jer nema kontrolno

učešće u kapitalu navedenog društva, te ne postoji odnos povezanih lica u smislu navedene odredbe ZS.

Zbog navednog zavisno društvo stečajnog dužnika je osnovano svrstano u klasu stečajnih poverilaca zajedno sa ostalim poveriocima iste klase poverilaca.

U toku razmatranja i usvajanja UPPR-a, postavilo se pitanje mogućnosti ili obaveze uređivanja negativnog kapitala. Stav stečajnog dužnika je da stečajni dužnik nema zakonsku obavezu da uređuje odnos negativnog kapitala u ovoj fazi poslovanja, dakle UPPR-om. Gubitak može da se pokrije na razne načine iz osnovnog kapitala, povlačenjem i poništajem udela uz obavezu održavanja minimalnog kapitala, ali i na drugi način, npr. iz budućeg poslovanja, dokapitalizacijom itd. Tako da je dužnik ovo pitanje ostavio nekim kasnijim rešenjima.

Ukoliko bi, eventualno nakon usvajanja UPPR-a, državni poverioci čije će se potraživanje možda konvertovati u osnovni kapital, povlačenjem i poništajem udela sadašnjeg vlasnika i na taj način rešavanja problema negativnog kapitala, bili i jednini vlasnici stečajnog dužnika, što bi im veoma pogodovalo, ali stečajni dužnik UPPR-om nema zakonsku obavezu regulisanja gubitka na predloženi način. Pošto je UPPR ugovor između poverilaca i dužnika, svakako da se navedeno može izvršiti nakon usvajanja UPPR-a, što ne dira u prava drugih poverilaca.

### ***Različita isplata klasa poverilaca:***

- UPPR-om je predviđeno da se u istom isplatnom redu formiraju dve klase poverilaca sa različitim procentom isplate potraživanja poverilaca, što je prvi takav predlog u praksi a objašnjenje zasnovano na zakonu je dato u ovom tekstu.
- Dakle, svi poverioci IV klase su u ravnopravnom položaju isplaćuju se na isti način, u istoj visini i imaju ravnopravan položaj u toj klasi.
- Formiranje klasa poverilaca na način izvršen u UPPR-u, zakon izričito dozvoljava legitimaciju – načina formiranja klasa daje predlažući UPPR-a, osim u slučaju koji zakon taksativno pominje, kada prepušta uverenju stečajnog sudije da naloži ili odobri formiranje jedne ili više dodatnih klasa.

- Odredbama zakona je predviđeno da se „*Glasanje vrši u okviru klase poverilaca. Potraživanja poverilaca dele se najmanje na klase po osnovu njihovih razlučnih prava i prava prioriteta njihovih potraživanja prema isplatnim redovima.*„

Dakle, klase poverilaca se obrazuju u skladu sa dva objektivna kriterijuma:

- razlučnim pravima poverilaca i
- pravom prioriteta potraživanja.
- Navedene kriterijume je predlagač UPPR-a ispoštovao.
- Mimo navedenih kriterijuma zakon dozvoljava formiranje dodatnih klasa ako je prema okolnostima konkretnog slučaja opravdano formiranje posebne klase usled pojedinih suštinskih karakteristika pojedinih potraživanja, ili dela potraživanja, ili u slučaju da su sva potraživanja u okviru predložene klase u značajnoj meri slična itd. Pri proceni da li treba formirati posebnu klasu poverilaca može se poći i od zajedničkog interesa koji ti poverioci imaju, a ne samo od sličnosti prava koja poverioci potražuju itd.

***Prigovor poverilaca kojim je zahtevana procena vrednosti kapitala:***

Povodom primedbe poverilaca na sadržinu UPPR, u smislu neophodnosti vršenja procene vrednosti kapitala, prema mišljenju autorita, zakon o stečaju propisuje da stečajni sudija može, po službenoj dužnosti ili na predlog stečajnog upravnika, a trošku predlagača UPPR-a, angažovati nezavisno stručno lice da izvrši procenu vrednosti kapitala stečajnog dužnika. Dakle, opcija za angažovanjem nezavisnog stručnog lica je na sudiji (nije na poveriocu), a navedena odredba je dispozitivnog karaktera, dakle, sudija nema obavezu da angažuje nezavisno stručno lice radi vršenja procene. Posebno, autori smatra, da bi odluka o vršenju procene vrednosti kapitala u ovom slučaju predstavljala samo nepotreban trošak za dužnika, naročito imajući u vidu da je dužnik državno privredno društvo, da ima obavezu permanentnog objavljivanja podataka o poslovanju društva, obelodanjivanja svih podataka, što se može pratiti preko javnih registara, a pored navednog, postoji pretpostavka društveno odgovornog ponašanja vlasnika stečajnog dužnika – države.

## **Komparativna analiza rezultata kreiranog novog teorijsko – metodološkog okvira unapred pripremljenog plana reorganizacije**

U ovom odeljku autor ovog teksta, daje uporednu analizu rezultata preduzeća ostvarenih u periodu pre izrade Unapred pripremljenog plana restrukturiranja i rezultata preduzeća planiranih u tom planu. Pošto su u navedenom periodu u upotrebi bile bilansne šeme koje nisu dovoljno dobro i detaljno predstavljale finansijske rezultate poslovanja i finansijsku situaciju, odnosno položaj preduzeća, analiza neće moći da bude dovoljno detaljna i produbljena. Pošto iz priloženih bilansa preduzeća za 2007, odnosno u planu za 2011. godinu ne raspolažemo i podacima za prethodnu (2006, odnosno 2010), a koji su neophodni za određivanje nekih veličina (sve prosečne veličine u toku godine), iz narednih obračuna i pregleda poneka su morale da budu izostavljene su i te dve godine. Osim toga, zbog navedenih manjkavosti bilansnih šema određene veličine u finansijskoj analizi nisu mogle biti izračunate u potpunosti precizno, tako da predstavljaju približne vrednosti.<sup>167</sup>

Počecemo sa analizom neto obrtnog kapitala, što prikazuje tabela 7.1

Tabela 7.1. Neto obrtni kapital preduzeća

	<b>NETO OBRJNI KAPITAL</b>	2007	2008	2009	2011	2012	2013	2014	2015
1	Sopstveni kapital (bez umanjenja za gubitak)	134986	134064	104342	136948	156616	180385	204153	227921
2	Gubitak	0	0	29722	0	0	0	0	0
3	Sopstveni kapital (1-2)	134986	134064	74620	136948	156616	180385	204153	227921
4	Stalna sredstva	128491	126761	122494	122494	122494	122494	122494	122494
5	SOPSTVENI NETO OBRJNI KAPITAL (3-4)	6495	7303	-47874	14454	34122	57891	81659	105427
6	Dugoročna rezervisanja	0	0	0	0	0	0	0	0
7	Dugoročne obaveze	0	1517	1517	0	0	0	0	0
8	UKUPNI NETO OBRJNI KAPITAL (5+6+7)	6495	8820	-46357	14454	34122	57891	81659	105427
9	Zalihe + AVR	24376	39526	33659	55543	55800	56416	56416	56416
10	VIŠAK (NEDOSTAJUĆI IZNOS) NETO OBRJNOG KAPITALA (8-9)	-17881	-30706	-80016	-41089	-21678	1475	25243	49011
11	Kratkoročne finansijske obaveze	71	17233	19527	14233	8233	8233	8233	8233
12	Višak (nedostatak) kratkoročnih finansijskih izvora za finansiranje zaliha (10-11)	-17952	-47939	-99543	-55322	-29911	-6758	17010	40778

Izvor: Preračunato na osnovu završnih računa i Unapred pripremljenog plana restrukturiranja preduzeća.

<sup>167</sup> Na primer, aktivna i pasivna vremenska razgraničenja nisu odvojeno prikazana, već u okviru drugih, zbirnih veličina. Zalihe su date samo zbirno. Nekretnine, postrojenja i oprema prikazani su zbirno, kao jedna pozicija. Itd.

Kao što se može videti, u poslednjim godinama neto obrtni kapital preduzeća se smanjivao, da bi u 2009. prešao u negativnu zonu (i sopstveni i ukupni neto obrtni kapital). U planiranim godinama nasuprot tome neto obrtni kapital je pozitivan, i pri tome značajno veći nego u prvim dvema godinama (2007. i 2008).

Znatno bolja situacija s obrtnim kapitalom preduzeća reflektuje se, odnosno potvrđuje i pokazateljima likvidnosti. Mi smo se zadržali na standardnim, najčešće korišćenim pokazateljima, predstavljenim u tabeli 7.2.

Tabela 7.2. Pokazatelji likvidnosti

	<b>POKAZATELJI LIKVIDNOSTI</b>	2007	2008	2009	2011	2012	2013	2014	2015
1	Obrtna sredstva prema kratkoročnim obavezama	1,18	1,21	0,80	1,18	1,48	1,85	2,31	2,86
2	Potraživanja i novčana sredstva prema kratkoročnim obavezama	0,50	0,27	0,41	0,57	0,79	1,13	1,52	2,00
3	Novčana sredstva prema kratkoročnim obavezama	0,04	0,04	0,00	0,07	0,21	0,38	0,70	1,09

Izvor: Preračunato na osnovu završnih računa i Unapred pripremljenog plana restrukturiranja preduzeća.

Kao što se vidi, u prvim godinama koeficijenti likvidnosti bili su izrazito loši: tekući koeficijent likvidnosti bio je upola manji nego što to zahteva norma (u 2009. čak i više od toga), a još gora bila je situacija s koeficijentom ubrzane (rigorozne) likvidnosti. U planiranim godinama, ovi koeficijenti su znatno veći, i čak značajno premašuju standardne vrednosti (norme), koje iznose 2, odnosno 1. Najzad, i poslednji ovde posmatrani koeficijent znatno je povećan, i potvrđuje dobru i stabilnu likvidnost preduzeća.

U narednoj tabeli prikazaćemo pokazatelje solventnosti, odnosno dugoročne finansijske sigurnosti preduzeća

**Tabela 7.3. Pokazatelji solventnosti preduzeća**

	<b>POKAZATELJI SOLVENTNOSTI</b>	2007	2008	2009	2011	2012	2013	2014	2015
1	Stepen pokriva stalnih sredstava sopstvenim kapitalom	1,05	1,06	0,61	1,12	1,28	1,47	1,67	1,86
2	Sopstveni kapital i dugoročni izvori	134986	135581	76137	136948	156616	180385	204153	227921
3	Stepen pokriva stalnih sredstava, zaliha i AVR sopstvenim kapitalom i dugoročnim izvorima	0,88	0,82	0,49	0,77	0,88	1,01	1,14	1,27
4	Stepen pokriva zaliha i AVR neto obrtnim kapitalom	0,27	0,22	-1,38	0,26	0,61	1,03	1,45	1,87
5	Stepen pokriva obrtnih sredstava NOK-om	0,15	0,17	-0,69	0,15	0,33	0,46	0,57	0,65
6	Učešće sopstvenog kapitala u trajnim i dugoročnim izvorima	1,00	0,99	0,98	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
7	Ukupni izvori finansiranja	170743	177320	160368	217040	227151	248178	266394	284610
8	Učešće sopstvenog kapitala u finansiranju ukupnih sredstava	0,79	0,76	0,47	0,63	0,69	0,73	0,77	0,80

Izvor: Preračunato na osnovu završnih računa i Unapred pripremljenog plana restrukturiranja preduzeća.

U ovoj tabeli se zapaža značajno poboljšanje pokazatelja. Sopstveni kapital, odnosno sopstveni kapital i dugoročni izvori znatno premašuju stalna sredstva (i uvećana za zalihe), a što nije bio slučaj u 2009. (u 2007. i 2008. to pokriva je postojalo, ali je bilo neznatno iznad stalnih sredstava). To naravno predstavlja samo drugi aspekt rezultata do kojih se došlo analizom neto obrtnog kapitala. Najzad, u tabeli 7.4. data je analiza strukture sredstava.

**Tabela 7.4. Pokazatelji strukture sredstava preduzeća**

	<b>POKAZATELJI STRUKTURE SREDSTAVA</b>	2007	2008	2009	2011	2012	2013	2014	2015
1	Učešće stalnih sredstava u ukupnim sredstvima	0,75	0,71	0,64	0,56	0,54	0,49	0,46	0,43
2	Učešće nematerijalnih ulaganja i osnovnih sredstava u ukupnim sredstvima	0,75	0,71	0,64	0,56	0,54	0,49	0,46	0,43
3	Učešće obrtnih sredstava u ukupnim sredstvima	0,25	0,29	0,36	0,44	0,46	0,51	0,54	0,57
4	Učešće zaliha u ukupnim sredstvima	0,14	0,22	0,18	0,23	0,22	0,20	0,18	0,17
5	Učešće novčanih sredstava u ukupnim sredstvima	0,01	0,01	0,00	0,24	0,07	0,10	0,16	0,22

Izvor: Preračunato na osnovu završnih računa i Unapred pripremljenog plana restrukturiranja preduzeća.

Vidljivo je pomeranje strukture sredstava u smeru povećanja učešća obrtnih i smanjenja učešća stalnih sredstava u ukupnim sredstvima. I time se, kao i

prethodno prikazanim rezultatima potvrđuje značajno poboljšanje opšte finansijske pozicije preduzeća.

Pokazatelji rentabilnosti preduzeća dato je u tabeli 7.5.

Tabela 7.5. Pokazatelji rentabilnosti preduzeća

	<b>RACIJA RENTABILITETA (u %)</b>	2008	2009	2012	2013	2014	2015
1	Finansijski rashodi u odnosu na poslovni dobitak	308,77	-	0	0	0	0
2	Stopa poslovnog rezultata u poslovnom prihodu	1,11	0	20,19	21,69	21,69	21,69
3	Stopa dobitka (gubitka) pre poreza u poslovnom prihodu	0,49	0	20,19	21,69	21,69	21,69
4	Stopa dobitka posle poreza u poslovnom prihodu	0,49	0	20,19	21,69	21,69	21,69
5	Stopa poslovnog prinosa na poslovnu aktivu (racio obrta poslovne aktive x stopa poslovnog rezultata u poslovnom prihodu)	1,52	0	26,16	28,88	26,68	24,91
6	Stopa neto prinosa pre poreza na poslovnu aktivu (racio obrta poslovne aktive x stopa dobitka (gubitka) pre poreza u poslovnom prihodu)	0,67	0	26,16	28,88	26,68	24,91
7	Stopa neto prinosa posle poreza na poslovnu aktivu (racio obrta poslovne aktive x stopa neto dobitka (gubitka) u poslovnom prihodu)	0,67	0	26,16	28,88	26,68	24,91
8	Stopa neto prinosa (posle poreza) na sopstveni kapital (racio obrta opstvenog kapitala bez umanjenja za gubitak x stopa neto dobitka (gubitka) u poslovnom prihodu)	0,87	0	39,58	40,74	35,70	31,77

Izvor: Preračunato na osnovu završnih računa i Unapred pripremljenog plana restrukturiranja preduzeća.

Rentabilnost, kao sintetički princip i pokazatelj rezultata poslovanja preduzeća, nije bila sporna. Dok je u 2008. Preduzeće ostvarivalo makar i minimalne stope profitabilnosti, u 2009. one su sve svedene na nulu, rentabilnost nije postojala. Nasuprot tome, u planiranim godinama ostvaruju se vrlo respektabilne stope profitabilnosti, što sve još jednom potvrđuje adekvatnost izrade i primene Unapred pripremljenog plana restrukturiranja za ovo preduzeće.

## **8. ZAKLJUČAK**

Monografija ima za cilj da pokaže kako blagovremena primena mera restrukturiranja predviđenim UPPRom kao sredstvom realizacije predviđenih mera, obezbeđuje stabilnost poslovanja preduzeća što svakako podrazumeva i primenu pravila dobrog upravljanja preduzećem, poboljšava ekonomsku efikasnost preduzeća na duži period, što je cilj ne samo preduzeća u kome se primenjuju mere restrukturiranja već i svih drugih lica zainteresovanih za poslovanje preduzeća, uključujući i državu u sociološkom smislu, a istovremeno, time doprinosi razvoju okruženja i nacionalne privrede u celini.

Istovremeno, cilj ovog rada je bio da dokaže da upravljanje preduzećem treba da bude uređeno u skladu sa opšte poznatim principima korporativnog upravljanja, koji se primenjuju kako u razvijenim tako i u nerazvijenim zemljama sveta, jer je menadžment glavna poluga ostvarivanja uspešnosti poslovanja preduzeća, koji treba da prepozna prve znake unutrašnje slabosti kao i da predvidi dolazak spoljnih faktora koji mogu da ugroze poslovanje i blagovremeno preduzme određene odbrambene korake. Prikladnost primene računovodstvene osnove stalnosti u pripremi finansijskih izveštaja, ukazuje da je u finansijskom smislu, otklonjena materijalno značajna neizvesnost poslovanja po načelu stalnosti.

Takođe cilj ovog rada da dokaže da na domaćoj teritoriji dogovor poverioca i dužnika kroz unapred pripremljeni plan restrukturiranja, može da obezbedi stalnost poslovanja preduzeća i isplatu potraživanja poverilaca, ukoliko se proceni da je neophodno preduzimanje mera radi obezbeđivanja stalnosti poslovanja, ali pripremljen u skladu sa realnim mogućnostima preduzeća i primenom adekvatnih oblika restrukturiranja na konkretan slučaj. Tokom istraživanja, autori ovog rada su došli do saznanja brojnih rezultata koji su doprineli rešavanju problema ovog rada, odnosno do odgovora na značajna pitanja postavljena u shvatanju dobris strana rešavanja likvidnosti preduzeća primenom mera predviđenim UPPRom, kao što su:

1. Na osnovu svega unapred navedenog u ovom radu, argumentovano je dokazano da mere restrukturiranja, ukoliko su preduzete na vreme, mogu postići cilj poslovanja koji preduzeće nastoji da ostvari bez obzira da li se radi o ideji povećanjem tržišne moći, ekspanzijom, u cilju povećanja konkurentnosti preduzeća i povećanja njegove vrednosti ili pak, kontrakcija preduzeća usled neuspeha ili slabijeg uspeha u poslovanju. Posledica eventualnog neuspeha u rešavanju



problema u poslovanju i primeni primerenih modela restrukturiranja kod preduzeća koja su u finansijskim neprilikama je sve slabija ekonomska efikasnost, što dovodi do pada finansijskog rezultata preduzeća i ne samo da utiče na interese poverilaca već i svih drugih konstitueni zainteresovanih za poslovanje kompanije, već može dovesti do prestanka postojanja preduzeća stečajem, naročito na teritoriji Srbije, gde je evidentna velika nelikvidnost privrede. Na osnovu svega izloženog u ovom radu, može se zaključiti da je dokazano istraživanje autora da blagovremena primena mera restrukturiranja predviđenih UPPRom u skladu sa mogućnostima i potrebama dužnika, obezbeđuje stabilnost poslovanja preduzeća.

2. Dalje, da bi preduzeće bilo sposobno da uvidi nastupanje kriznih situacija, eksternih ili internih, neophodno je da ima uređeno upravljanje preduzećem. Danas u savremenom svetu postoje opšte poznati principu koju uređuju dobro upravljanje preduzećem sa ciljem poboljšanja ekonomske efikasnosti privrednih subjekata na dugi period i više doprinosi nacionalnoj privredi i društvenoj zajednici u celini.

Zbog toga u svako preduzeće treba uvesti dobra pravila korporativnog upravljanja, što dovodi do uređivanja i poštovanja sistema odgovornosti. Odgovorno ponašanje, zajedno sa savesnim upravljanjem rizicima i internim kontrolama, može da prepozna potencijalne probleme pre no što dođe do ozbiljnije krize, što stvara povoljne uslove za održavanje stalnosti poslovanja društva kapitala.

Kontinuirano poslovanje doprinosi povećanju nematerijalne vrednosti preduzeća, njegovoj boljoj reputaciji, koja je postala ključni element goodwilla jedne kompanije. Preduzeća koja poštuju prava vlasnika, poverilaca i drugih lica zainteresovanih za poslovanje preduzeća, transparentnost i odgovornost u poslovanju, stiču poverenje javnosti i goodwill, što može dovesti do većeg poverenja u kompaniju i njene proizvode i usluge, povećanju profitabilnosti i vrednosti privrednog subjekta.

Osnovni i neizostavni atribut u savremenom poslovnom okruženju jeste reputacija privrednog subjekta, koja je postala ključni element goodwilla jednog privrednog društva. Reputacija i imidž kompanije predstavljaju integralnu, nematerijalnu vrednost privrednog društva. Svakako da obezbeđena stalnost poslovanja preduzeća na duži period, doprinosi boljoj reputaciji preduzeća. Kompanije koje poštuju prava akcionara i poverilaca i obezbeđuju finansijsku transparentnost i odgovornost smatraju se revnosnim zastupnicima

interesa investitora<sup>168</sup>. Kao rezultat toga, takva društva svakako imaju veće poverenje javnosti i goodwill.

Na osnovu izloženog, može se zaključiti da je dokazana hipoteza da „Prıkladnost primene računovodstvene osnove stalnosti u pripremi finansijskih izveštaja, ukazuje da je u finansijskom smislu, otklonjena materijalno značajna neizvesnost poslovanja po načelu stalnosti, ukoliko je upravljanje preduzećem uređeno u skladu sa opšte poznatim prncipima korporativnog upravljanja.,,

Istraživanja su pokazala da bi UPPR, zbog svojih očiglednih prednosti, detaljno opisanih u ovom radu, mogao postati odličan metod pre svega, što je na teritoriji Srbije neophodno, za opstanak dužnika, odnosno svim onim preduzećima čije je održivo poslovanje podleglo udarima finansijske krize i prekomernog zaduživanja ili slabosti unutar same organizacije. Uslov efikasne primene i veće zastupljenosti UPPR-a je svakako nezavisnost nadležnih institucija koje učestvuju u usvajanju UPPR-a, uz isključivanje političkih uticaja koji godinama unazad na domaćem tržištu kreiraju procese tržišne ekonomije i transparentnost informacija, što bi omogućilo rešavanje problema asimetrije informacija između dužnika u finansijskim problemima i poverilaca.

Transparentnost i otkrivanje informacija o poslovanju preduzeća kao jedan od osnovnih stubova u praksi prilikom pripreme i usvajanja UPPR-a, nije na zadovoljavajućem nivou. Bez dostupnosti pouzdanih i uporedivih informacija na redovnoj osnovi poverioci, niti drugi konstituenti neće biti u mogućnosti da procene kvalitet i izvodljivost UPPR-a, da ga adekvatno kontrolišu, ne mogu da procene performanse društva, niti dužnik može da privuče trajni kapital u daljem poslovanju.

Na osnovu izloženog, može se zaključiti da je dokazana hipoteza da „Unapred pripremljeni plan restrukturiranja, pripremljen u skladu sa realnim mogućnostima preduzeća, može da obezbedi stalnost poslovanja preduzeća i isplatu potraživanja poverilaca.,,

Dodatni zaključci istraživanja predmeta monografije, regulatornog okvira u Srbiji koji reguliše materiju restrukturiranja i stalnosti poslovanja preduzeća,

---

<sup>168</sup> Rajnović Lj. (2013). *Unapređenje korporativnog upravljanja u funkciji poboljšanja ekonomske efikasnosti privrednih društava*. Međunarodna konferencija održana u Beogradu, pod nazivom „Menadžment, preduzetništvo i investicije u funkciji privrednog rasta i zapošljavanja, Institut za poslovna istraživanja, Beograd.

javnih podataka prikupljenih putem interneta i stručne literature dati su u drugim delovima ovog rada.

U ovom radu, na osnovu prethodnih istraživanja, izvršena je analiza pravila blagovremene primene adekvatnih mera restrukturiranja i njihovih uticaja pre svega na preduzeće u kome se primenjuju, zatim na sve konstituente zainteresovane za poslovanje preduzeća i konačno, putem instituta društvene odgovornosti kompanije na državu u sociološkom smislu. Iz pomenute analize izveden je zaključak o pojmu restrukturiranja kao i činjenici da dobro mere restrukturiranja značajno utiče na održavanje stalnosti poslovanja preduzeća i poslovne rezultate. Kandidat je zaključio da sve uspešne kompanije imaju visok nivo znanja o internim i eksternim razlozima koji mogu da ugroze poslovanje preduzeća i na vreme primene mere prilagođavanja novonastalim uslovima.

Iskustva razvijenih zemalja i intencija našeg zakonodavca prilikom uvođenja i uređivanja instituta reorganizacije još uvek nisu u praksi usmerile rešavanje složene ekonomske problematike privrednih subjekata u pravcu reorganizacije. Naime, još uvek se ne priprema i podnosi sudu (radi usvajanja i realizacije) značajan broj planova reorganizacije, niti unapred pripremljenih planova reorganizacije. Još manji je broj usvojenih i potvrđenih planova samorestrukturiranja, a postupak restrukturiranja uz posredovanje Privredne komore Srbije i pored uređenja na osnovu zakona, nije uopšte zaživeo u praksi.

Akcent na sagledavanju prednosti instituta restrukturiranja putem UPPR-a, zatim samorestrukturiranja i plana reorganizacije u stečaju u odnosu na institut bankrotstva daju i najviše instance državnog aparata koje prepoznaju njegov značaj naročito kod privrednih subjekata koji su u poslednjem krugu, nakon neuspele privatizacije, ostali bez modaliteta zaštite svoje imovine a koja se godinama devastira, umesto da je služila za namirenje potraživanja poverilaca.

Iste, naime, sugerišu da privredna društva, kod kojih, po pravilu postoji neki od razloga za pokretanje stečajnog postupka, pokušaju, putem instituta UPPR – a, da zadrže i održe pravni subjektivitet, proizvodnju, reputaciju i svoje zaposlene.

Neizvesno je da li će takvi i uopšte uzevši predloženi unapred pripremljeni planovi reorganizacije biti izvršeni, ali je činjenica da mnoga pitanja, koja su još uvek ostala nedorečena i sporna, izmenama propisa o stečaju moraju biti rešena.

Nadogradnja pravnog instituta reorganizacije nužno se, dakle, mora baviti svim spornim pitanjima koja su se u praksi pojavila, među kojima i onim pitanjima koja se tiču poverilaca koji nisu obuhvaćeni unapred pripremljenim planom reorganizacije, založnih poverilaca, manjinskih poverilaca i njihove zaštite, pravnog dejstva i sudbine neizvršenog plana reorganizacije.

Sa tim u vezi, potrebno je dodatno urediti normativni okvir koji reguliše ovu veoma značajnu materiju, a koji treba da se zasniva na nekoliko osnovnih vrednosti:

- zakonski i drugi propisi svakako treba da štite prava vlasnika kapitala i njegov imetak, ali i da respektuju i priznaju prava nosilaca interesa, svih lica zainteresovanih za poslovanje preduzeća, koja su utvrđena zakonom, drugom regulativom i voljom ugovornih strana, kao i da podstiče aktivnu saradnju između preduzeća i nosilaca interesa u stvaranju bogatstva, radnih mesta i održivosti finansijski zdravih preduzeća,
- normativni okvir zemlje, uključujući i unutrašnja akta preduzeća treba da obezbedi odgovarajući nivo javnosti u poslovanju i s tim u vezi potpuno, istinito i blagovremeno objavljivanje informacija o svim bitnim pitanjima koja se tiču preduzeća, uključujući njegovo finansijsko stanje, uspešnost, vlasništvo nad kapitalom i strukturu upravljanja preduzeća,
- normativni okvir koji reguliše materiju poslovanja preduzeća treba da obezbedi strateško upravljanje i usmeravanje društava kapitala, delotvorno praćenje rada izvršnih organa od strane uprave društva i odgovornost uprave prema društvu i svim drugim konstituentima. Tema o kvalitetnom upravljanju preduzećima, je u svetskoj i domaćoj poslovnoj i stručnoj javnosti uvek aktuelna i prisutna, kao ekonomski i poslovni fenomen, jer kao proces traje veoma dugo, više od jednog veka u svetu, a u Srbiji je posebno izražen tek u poslednjih desetak godina. To je u Srbiji rezultat intenziviranja privatizacije društvenog i državnog kapitala i ulasaka zemlje u završnu fazu tranzicije, tako da su sve funkcije u preduzeću podređene privrednom rastu za budućnost, sa

ciljem da se uspešno i dugo posluje, kako na domaćem tržištu tako i u okruženju.

Propisi i dobro poznate dobre prakse, koji regulišu obezbeđivanje stalnosti poslovanja preduzeća treba da budu koncipirani u skladu sa najboljim međunarodnim praksama u regulisanju ovih institucija i na uniformisan, prepoznatljiv način svuda u svetu. Potom sledi uključivanje, uklapanje i smeštanje teorijski i praktično utvrđenih dobrih pravilnosti u određeni saznavni sistem, postojeći ili novoformirani. Paralelno sa tim treba da teče formiranje običaja ponašanja - stereotipa na osnovu utvrđenih dobrih pravilnosti u događanju, oformljivanje vere u ispravnost uobičajenog ponašanja, uverenja, verovanja, jednom rečju formiranje dobre, opšte poznate i primenljive prakse.

Istovremeno, potrebno je predvideti niz kontrolnih mehanizama kojima se povećava sigurnost poslovanja preduzeća, uključujući i investiciona ulaganja a investitori štite od prevara i zloupotreba na tržištu u skladu sa zakonom i dobro poznatim praksama.

## **9. LITERATURA**

1. Altman E. I. (1968): Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, *The Journal of Finance*, Vol. 23. No 4. Str. 591-596.
2. Arzac, E.R., (1992) *On the Capital Structure of Leveraged Buyout*, Financial Management, CIMA.
3. Bacidore, J.M., (1997) *The search for the best financial performance measure*, Financial Analysts Journal, CFA Institute, New York.
4. Begović, B., Bukvić, R., Mijatović, B., Živković, B., Hiber, D., (2003) *Unapređenje korporativnog upravljanja*, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd-Smederevska Palanka.
5. Besmer, V. (2006). *The Legal Character of Private Codes of Conduct: More than Just a Pseudo-Formal Gloss on Corporate Social Responsibility*. *Hasting Business Law Journal* 2, 279-306 (290-292).
6. Bowman, E.H., Singh, H., (1993). *Corporate restructuring: Reconfiguring the firm*. *Strategic Management Journal*, 14(S1), 5-14.
7. Bowman, E.H., Singh, H., (1999). *When does restructuring improve performance?* *California Management Review*, Winter, 41(2), 34-54.
8. Bukvić, R., (2009) *Analiza poslovanja preduzeća*, Megatrend Univerzitet Beograd.
9. Burke, W. W., Litwin G. H., (1992) *A causal model of organizational performance and change*. *Journal of Management*, 18(3), 532-545.
10. Cantino, V., (2007) *Korporativno upravljanje, merenje performansi i normativna usaglašenost sistema interne kontrole*, Dott. A. Giffre Editore. S.p.A Milano, Data Status, Beograd.

11. Cascio, W. F. (1993). *Downsizing: What do we know? What have we learned?* Academy of Management Executive, 7(1), 95-104.
12. Cline C.A., & Hessler, H.L., (1952) *The Du Pont Chart System for Appraising Operating Performance*, National Association of Cost Accountants, USA, N.A.C.A. Bulletin Conference Proceedings.
13. Cozian, M., Viandier, A., (1998) *Droit des sociétés*, Paris.
14. Crum, R.L., Goldberg, I., (1998). *Restructuring and Managing the Enterprise in Transition*, Economic Development Institute of World Bank, Washington.
15. Cvetković, N., i Pavlović, V., (2005) *Uvod u analizu poslovanja*, Beograd.
16. Čolović, V., (2006) *Strani pravni život*, broj 7-8, Institut za uporedno pravo, Beograd.
17. Čolović, V., (2013) *Osnovne karakteristike i pravna priroda pre-pack reorganizacije*, Godišnjak fakulteta pravnih nauka, broj 3, str. 101-117.
18. Damodaran. A., (2001) *Corporate Finance, Theory and Practice*, 2nd Edition, Wiley.
19. Elkington, J., (1998) *The Triple Bottom Line of 21st Century Business*, 461. Cannibals with Forks.
20. Erić, D., Stošič, I. (2013) *Korporativno restrukturiranje*, Institut ekonomskih nauka, Beogradska bankarska akademija Beograd.
21. Gaughan P., (1996) *Merger, Acquisition and Corporate Restructuring*, John Wiley and Sons. Inc. New York.
22. Gilson S. C., (1995) *Investing in Distressed Situations; A Market Survey*, Financial Analysts Journal CFA Institute, New York.
23. Gilson, S. C., (1990) *Bankruptcy, Board, Banks, and Blockholders: Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control when Firms Default*, Journal of Financial Economics 27, No2

24. Gilson, S. C., (1997) *Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms*, Journal of Finance 52, no I.
25. Guyin, Y., (1984) *Droit des affaires*, Paris.
26. Hamel, J., Lagarde, G., Jauffret, A., (1980) *Droit commercial*, Paris.
27. Hannan, Freeman (1984). *Structural inertia and organizational change*. American Sociological Review, 49(3), 149-164.
28. Herrmann, K.K. (2004). *Corporate Social Responsibility and Sustainable Development: The European Union Initiative as a Case Study*, Indiana Journal of Global Legal Studies 11(2):205-232.
29. Ivaniš, M., (2010) *Optimalna struktura kapitala korporativnog preduzeća*, Časopis Finansije, bankarstvo, osiguranje.
30. Janberg, H., (1964) *Finanzierungshandbuch*, Gabler, Wisbaden.
31. Jelica, E. Dođić., Bogdan, L., Ljiljana, R., (2019) Uloga i značaj ekonomsko finansijske funkcije u procesu restrukturiranja na primeru javnog preduzeća u Republici Srbiji, Zbornik radova Savremeni izazovi korporativnog upravljanja, finansije, računovodstvo, revizija, IT, sa Međunarodnog simpozijuma održanog 18. i 19.04.2019. godine, Tuzla.
32. Jensen, C.M., Meckling, W.H., (1976), *Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost And Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 3, North-Holland Publishing Company, str.310.
33. Kallen, H.L. (1991) *Corporate Welfare: The Mega Bankruptcy Practice of the 80s and 90s*, New York: Lyle Stuart.
34. Kaplan, R.S., Norton, D.P., (1996) *Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System*, Harvard Business Review.
35. Kralj, J., (1975), *Finansijsko upravljanje u OUR*, Stručna knjiga, Beograd.



36. Krasulja,D., (1973) *Finansijska analiza preduzeća*, Ekonomski fakultet Beograd.
37. *Leksikon računovodstva i poslovnih finansija*, (1983) 2. izd., Beograd, str. 232.
38. Lin, C.-Y. (2013). *The relations among managers' perceptions about an impending change in their organization, perceptions about the change outcomes, and job outcomes in a telecommunication company in Taiwan*. University of Illinois, Urbana.
39. Lymbersky,C., (2013) *International Turnaround Management Standard Version 1.1*,Hamburg, MLP Management Labaratory Press UG.
40. Malinić,D., Milićević,V.,Stevanović, N., (2012) *Upravljačko računovodstvo*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu.
41. Markovic, I.,(2010) *Finansijsko restrukturiranje i sanacija preduzeća*, Zagreb, RRIF.
42. McConnell,J.J. (1991) *The Economics of Prepacked Bancruptcy*, Journal of Applied Corporate Finance 4, No 2.
43. *Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja (2009) – Međunarodni računovodstveni standar MRS-1 Prezentacija finansijskih izveštaja*, prevod Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd.
44. *Međunarodni standardi i saopštenja revizije, kontrole kvaliteta, pregleda, ostalih uverenja i srodnih usluga* (2010), prevod Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd.
45. Monsallier,M.C.,(1998) *Lamenagement contractual du fonctionnement de la societe anonyme*, LGDJ, Paris.
46. Morse,D.,Wayne S., (1988) *Investing in Bancrupr Companies* Journal of finance 43, No 5.

47. Nehme, M., Koon, C., Ghee, W., (2008) *Tracing the Historical Development of Corporate Social Responsibility and Corporate Social Reporting*, James Cook U. L. Rev. 134-135.
48. Nehme M., Koon, C., Ghee W., (2008). *Tracing the Historical Development of Corporate Social Responsibility and Corporate Social Reporting*. James Cook University Law Review 15, 129-168.
49. *Odluka o klasifikaciji bilansne aktive i vanbilansnih stavki banke* (Službeni glasnik RS, br. 129/07, 35/08, 63/08, 104/09 i 30/10, 25/11 i 45/11).
50. Pavlović, V., (2007) *Analiza poslovanja*, Megatrend Univerzitet, Beograd.
51. Perović, S., (1995) *Komentar Zakona o obligacionim odnosima*, Savremena administracija, Beograd.
52. Petrović, Z., (2009) *Međunarodni standardi revizije*, Univerzitet Singidunum, Beograd.
53. *Pravilnik o uslovima i načinu institucionalnog posredovanja u sporazumnoj finansijskoj restrukturiranju privrednih društava* (Službeni glasnik RS br. 65/11).
54. *Priručnik korporativnog upravljanja IFC (2011)* Međunarodna finansijska korporacija, prevod štampan u Beogradu.
55. Probst, T. (2003). *Exploring Employee Outcomes of Organizational Restructuring: A Solomon Four-Group Study*. Group & Organizational Management, 28(3).
56. Radovanović, R., Škarić-Jovanović, K., (1999) *Finansijsko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd.
57. Radulović, B., (2013) *Stečaj u Srbiji, činjenice, zablude i nenameravane posledice*, Pravni fakultet Univerzitet u Beogradu, projekat, Razvoj pravnog sistema Srbije i harmonizacija sa pravom EU str. 127-147.
58. Radulović, B., (2013) *Unapred pripremljeni planovi reorganizacije u Republici Srbiji-Uporedno pravna i empirijska analiza*, projekat

- Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom EU, Beograd str. 56-106.
59. Rajko Bukvić, Љиљана Рајновић: Treba li kompanijama upravljati u interesu akcionara, Poglavlje u monografiji „Korporativno upravljanje u Srbiji,„; Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd.
60. Rajnović Lj., Bukvić R. (2017) – Monografija: Korporativno upravljanje kao deo poslovne strategije kompanija, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.
61. Rajnović, Lj., (2011) *Mere plana reorganizacije u stečajnom postupku* časopis Pravo i privreda (broj 4 – 6), ISSN 0354 – 3501, godina XLVIII.
62. Rajnović, Lj. (2003) *Restrukturiranje u postupku privatizacije* Ekonomski anali, ODK 3:33, YUISSN 0013-3264, Izdavač: Ekonomski fakultet Beograd.
63. Rajnović Lj. (2012) *Modeli sporazumnog finansijskog restrukturiranja* Pravni život, Godina LVII, 231 – 240.
64. Rajnović, Lj. (2011) *Fiducijarna dužnost većinskog vlasnika u društvu kapitala* Pravni život. Godina LVII, 242 – 251.
65. Rajnović, Lj. (2013). *Društveno odgovorno poslovanje u funkciji poboljšanja privrednog ambijenta u Republici Srbiji*, Društvo ekonomista Beograda.
66. Rajnović Lj., Subić J., Zakić N., (2016) *Organizaciono i finansijsko restrukturiranje privrednih društava u funkciji poboljšanja privrednog ambijenta u Republici Srbiji*, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd.
67. Ljiljana, R., Snežana, C., Jelica, E.Đ., (2019) *Sustainable operations as a strategy of a management of companies, with review in the field of agriculture*, Ekonomika poljoprivrede, Izdavači: Naučno društvo agrarnih ekonomista Balkana Beograd, Institut za ekonomiku poljoprivrede Beograd, Akademija ekonomskih nauka Bukurešt, Rumunija.

68. Ranković, M.J.,(1996) *Specijalni bilansi*, Proinkom, Beograd.
69. Rodić, J., (1990) *Teorija i analiza bilansa*, Ekonomika, Beograd.
70. Rodić, J., (1991) *Poslovne finansije*,Ekonomika, Beograd.
71. Rodić, J., (1991) *Poslovne finansije i procena vrednosti preduzeća*, Ekonomika, Beograd.
72. Rodić J., Vukelić G., Andrić M., (2011) *Analiza finansijskih izveštaja*, Proleter, Bečej.
73. Rodić, J.,Filipović,M., (2008) *Poslovne finansije*, Beogradska poslovna škola, Beograd.
74. Rodić ,J., (2007) *Teorija, politika i analiza*, Privrednik, Beograd.
75. Savković, V., (2009) *Društvena odgovornost kompanija – od moralne do pravne obaveze* Pravni Život, 12, ,425-436, (430).
76. Slatter,S., Lovett,D., (2004) *Corporaty Recovery Managing Companies in Distress* ,Beard Books Washington DC
77. Stevanović, N., (2001) *Upravljačko računovodstvo*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd.
78. Snežana, C., Ljiljana, R., (2019) *Načelo stalnosti poslovanja kao upozoravajući signal bankrota preduzeća*, Računovodstvo, Časopis za računovodstvo, reviziju i poslovne finansije, Izdavač; Računovodstvo doo Beograd, suizdavač; Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd.
79. Stevanović,N.,(1975) *Održavanje realne vrednosti kapitala u inflatornoj ekonomiji*, Naučna knjiga, Beograd.
80. SuHan,C., Kensinger,S.H.,Keown,A.,Martin,J.,(1997) *Do Strategic Alliances Create Value*, Journal of Financial Economics.
81. Škarić-Jovanović,K., (2007) *Finansijsko računovodstvo*,Ekonomski fakultet, Beograd.

82. Tipurić, D.,(2008) *Korporativno upravljanje*, Sinergija nakladištvo d.o.o Zagreb.
83. Tipurić,D.,(2006) *Nadzorni odbor i korporativno upravljanje*, Sinergija nakladništvo d.o.o. Zagreb.
84. Vasiljević,K., (1962) *Teorija i analiza bilansa*, Savremena administracija, Beograd.
85. Vidaković,S., (1999) *Analiza poslovanja preduzeća* ,Beograd
86. Vidučić.LJ., (2001) *Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala*, Ekonomski pregled 52 7-8.
87. Vives,A. (2008) *Corporate social responsibility: The role of law and markets and the case of developing countries*, Chicago –Kent Law Review 83,1.
88. Vunjak, N., (2005) *Finansijski menadžment*, Ekonomski fakultet, Subotica, Proleter a.d. Bečej, Unireks a.d. Podgorica.
89. Williams,R.E., Jakala,D.P.,(1990) *Bankruptcy Practice Handbook* Deerfield, III Clallaghan&Company.
90. Zajac, E. J., Kraaty, M. S. (1993). *A Diametric Forces Model of Strategic Change: Assessing the Antecedents and Consequences of Restructuting in the Higher Education Industry*, Strategic Management Journal, 14(S1), 83-102.
91. *Zakon o privrednim društvima Republike Srbije* („Službeni glasnik RS. Br. 36/2011).
92. *Zakon o stečaju* (Sl. Glasnik RS br. 104/2009, 99/2011 i dr.zakon 71/2012-odluka US).
93. *Zakon o finansijskom resturukturiranju privrednih društava* (SL.glasnik RS br.35/2011).
94. Žarkić,N., Joksimović, (2005) *Upravljačko računovodstvo: računovodstvo za menadžment*, FON, Beograd.
95. <http://www.ras.gov.rs/>
96. <http://www.fondpolj.vojvodina.gov.rs/>

97. <http://www.fondzarazvoj.gov.rs>
98. <http://www.minrzs.gov.rs/cir>
99. <http://www.mpzss.gov.rs>
100. <http://www.mre.gov.rs/index.php>
101. <http://www.privreda.gov.rs/kategorija/info-privreda/programi-i-projekti/>
102. <http://www.privreda.gov.rs/programi-i-projekti-2/>
103. <http://www.psp.vojvodina.gov.rs>
104. <http://www.socijalnoukljucivanje.gov.rs/vodic/vodic2015.html>
105. <http://www.spriv.vojvodina.gov.rs>
106. <http://www.spriv.vojvodina.gov.rs/index.php/lat/onomal/nadleznosti1>
107. <http://www.srbija.gov.rs>
108. <http://www.vojvodina.gov.rs>
109. <http://www.aofi.rs>
110. <http://www.balkanfund.org>
111. <http://www.europa.rs>