

Подржан од



**ПРОГРАМ ОБУКЕ  
ЗА СТЕЧАЈНЕ  
УПРАВНИКЕ АГЕНЦИЈЕ  
ЗА ЛИЦЕНЦИРАЊЕ  
СТЕЧАЈНИХ УПРАВНИКА**  
У САРАДЊИ СА ЕВРОПСКОМ  
БАНКОМ ЗА ОБНОВУ И РАЗВОЈ

**РАДНА СВЕСКА 5:  
ВРСТЕ И ПЛАНОВИ  
РЕОРГАНИЗАЦИЈЕ**

**СРБИЈА**

**МАЈ 2024**

Локални правни консултант

**ANDRIĆ**  
ATTORNEYS AT LAW



**© ЕВРОПСКА БАНКА ЗА ОБНОВУ И РАЗВОЈ, 2024**

Сва права задржана. Репродукција и ширење материјала који се налазе у овој публикацији ради образовних или других некомерцијалних сврха дозвољени су без претходне писмене дозволе власника ауторских права, под условом да се извор потпуно наведе и да се обавештење пошаље на: [LITRestructuring@ebrd.com](mailto:LITRestructuring@ebrd.com).

Садржај ове публикације одражава мишљења појединих аутора и не одражава нужно ставове ЕБРД-а. Термини и имена коришћени у овој публикацији за обележавање географских или других територија, политичких и економских група и јединица, не представљају и не треба да се тумаче као изрази или непосредни или подразумевани став, одобрење, прихватање или изражавање мишљења Европске банке за обнову и развој или њених чланова о статусу било које државе, територије, групе и јединице, или одређивању њених граница или суверенитету.

# ПРЕГЛЕД САДРЖАЈА

---

<b>РЕЧНИК</b>	<b>4</b>
<b>1. УВОД И ИСХОДИ ОБУКЕ</b>	<b>7</b>
<b>2. РЕСТРУКТУРИРАЊЕ КАО ИЗБОР - МЕЂУНАРОДНИ ОКВИР И СМЕРНИЦЕ</b>	<b>8</b>
<b>3. ИЗРАДА ПЛАНА: СИСТЕМИ РАНОГ УПОЗОРАВАЊА (СРУ) – МЕЂУНАРОДНИ ОКВИР</b>	<b>14</b>
<b>4. ОБАВЕЗНА САДРЖИНА ПЛАНА РЕОРГАНИЗАЦИЈЕ - ЗАКОН О СТЕЧАЈУ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ</b>	<b>15</b>
<b>5. СТАНДАРДИ И МЕТОДОЛОГИЈА ПРОЦЕНЕ У СРБИЈИ</b>	<b>26</b>
<b>6. ИДЕНТИФИКОВАЊЕ ЕКОНОМСКО-ФИНАНСИЈСКЕ ПОЗИЦИЈЕ ДРУШТВА, МЕРЕ РЕОРГАНИЗАЦИЈЕ И БИЗНИС ПЛАН</b>	<b>35</b>
<b>7. ПОРЕЂЕЊЕ РЕОРГАНИЗАЦИЈЕ И БАНКРОТСТВА</b>	<b>46</b>
<b>8. РЕОРГАНИЗАЦИЈА - СТУДИЈА СЛУЧАЈА</b>	<b>60</b>
<b>9. ЗАКЉУЧАК</b>	<b>64</b>
<b>10. БИБЛИОГРАФИЈА</b>	<b>65</b>
<b>11. АУТОРИ/САРАДНИЦИ</b>	<b>67</b>

# ДЕФИНИЦИЈЕ ПОЈМОВА

Термин	Дефиниција
Одбор поверилаца	означава одбор дужникових поверилаца формиран у складу са стечајним поступком, подложен свим формалностима прописаним релевантним националним законом о стечају.
Системи или алати раног упозоравања (СРУ)	означава системе или алате који упозоравају дужника или трећа лица када дужник није извршио одређене врсте плаћања и/или пружају релевантне савете или информације дужнику или трећим лицима о корацима потребним да се предузму као одговор на дужникове финансијске проблеме.
ЕБРД	значи Европска банка за обнову и развој.
ЕБРД економије/ земље пословања	односи се на привреду/земље у које ЕБРД улаже детаљно на: <a href="http://www.ebrd.com/vxere-ve-are.html">www.ebrd.com/vxere-ve-are.html</a> .
Принципи ЕБРД-а за стечајне службенике	означава принципе ЕБРД-а за ефикасан професионални и регулаторни оквир за стечајне управнике од 2021. године, доступни на: <a href="http://www.ebrd.com/legal-reform/insolventci/iох_принциплес.pdf">хттпс://www.ebrd.com/legal-reform/insolventci/iох_принциплес.pdf</a> .
Директива Европске уније о превентивном реструктурирању	означава Директиву (ЕУ) 2019/1023 Европског парламента и Савета од 20. јуна 2019. о оквирима за превентивно реструктурирање, о отплати дугова и дисквалификацијама и о мерама за повећање ефикасности поступака у вези са реструктурирањем, несолвентношћу и отплатом дуга.
Уредба Европске уније о несолвентности	означава Уредбу Савета (СЕ) 2015/848 од 20. маја 2015. о поступцима у случају несолвентности (преиначена).
ИНСОЛ Europe	је водећа европска организација професионалаца специјализованих за несолвентност, стечај, реструктурирање и опоравак пословања.
Инсолвентност	је неспособност друштва да плати своје дугове, што се обично показује или тестом тока готовине (тј. неплаћање обавеза када доспевају) или тестом биланса стања (тј. обавезе премашују вредност имовине).
Стечајни управници	су централне личности у већини система стечајног права и професионалци, често лиценцирани, који су задужени за различите одговорности као што су управљање пословањем дужника и припрема планова реорганизације до признавања потраживања поверилаца, продаја дужниковог пословања или имовине и расподела прихода. У неким земљама, правна лица могу обављати улогу стечајних управника.

Термин	Дефиниција
Инсолвентни поступци	(негде се називају стечајним поступцима) су формални законодавни процеси који се разликују у зависности од надлежности, али обично започињу након што суд одобри захтев за покретање стечајног поступка. Поступци због несолвентности често намећу ограничења у пословању дужника и његовом управљању и у могућностима поверилаца да наплате потраживања и генерално се карактеришу или као поступци реорганизације или банкротства.
Банкротство	је формални поступак у складу са којим се именује стечајни управник да управља пословима и имовином дужника, да уновчи имовину тог дужника и да расподели приходе од отуђења имовине међу повериоцима, по редоследу приоритета утврђених законом.
Поступци по унапред припремљеном плану реорганизације или пре-реорганизација	су поступци у којима се реорганизација најчешће унапред преговара са повериоцима, а план реорганизација се затим доставља суду за формалну потврду.
Реорганизација	се често користи у комбинацији са реструктурирањем и представља процес који има за циљ решавање дужникових финансијских потешкоћа, углавном са циљем спречавања банкротства и обезбеђивања одрживости пословања (међутим, у неким случајевима, технике реорганизације се могу користити да би се дошло до правичније и ефикасније ликвидације имовине или очувања одрживости само једног дела пословања). Процедура реорганизације често укључује именоване стечајног управника и укључује све формалне законодавне процедуре за обнављање финансијске стабилности, укључујући рани, превентивни или унапред припремљени процес реорганизације.
Реструктурирање	се често користи наизменично са спасавањем или реорганизацијом и представља процес који има за циљ решавање финансијских потешкоћа дужника у циљу спречавања стечаја и обезбеђивања одрживости пословања (међутим, у неким случајевима, технике реструктурирања се могу користити да би се дошло до правичније и ефикасније ликвидације имовине или одрживости дела пословања).
Планови реорганизације	су споразуми који су сачињени са идејом да поврате солвентност дужника кроз <b>реструктурирање</b> његових финансијских обавеза, а обично договорени од стране већине поверилаца и/или одобрени од стране судова.
Обезбеђени повериоци	означава повериоце чија су потраживања обезбеђена било којом врстом обезбеђења/залоге: личним (обавеза која се може извршити против неког лица, нпр. јемство), стварним (који је везан за имовину без обзира на то коме припада имовина) или било којим другим обезбеђењем (други начини обезбеђења поверилаца без конституисања залогa). У неким законима, на пример у Србији, не сматрају се сва претходно наведена средства као средства обезбеђења поверилаца.

Термин	Дефиниција
УНЦИТРАЛ законодавни водич	означава Законодавни водич УНЦИТРАЛ-а о закону о стечају који је доступан на: <a href="https://унцитрал.ун.орг/ситес/унцитрал.ун.орг/филес/медиа-документс/унцитрал/ен/05-80722_ебоок.пдф">https://унцитрал.ун.орг/ситес/унцитрал.ун.орг/филес/медиа-документс/унцитрал/ен/05-80722_ебоок.пдф</a>
Workout	су потпуно вансудски аранжмани реорганизације који користе одредбе уговорног права као средство за спровођење реорганизације пословања дужника. Они су добровољни и могу се спроводити на билатералној или мултилатералној основи укључујући више од једног повериоца. У неким јурисдикцијама, законодавна власт може увести законске оквире за подршку овом систему, на пример Закон о споразумном финансијском реструктурирању под окриљем Привредне комора Србије. Ови оквири могу укључивати посредника који помаже у посредовању у споразуму између дужника и његових поверилаца.
Закон о облигационим односима	Закон о облигационим односима објављен у: „Сл. лист СФРЈ“, бр. 29/78, 39/85, 45/89 – одлука УСЈ и 57/89, „Сл. лист СРЈ“, бр. 31/93, „Сл. лист СЦГ“, бр. 1/2003 – Уставна повеља и „Сл. гласник РС“, бр. 18/2020) и одредбама чл. 119 – 130. Закона о стечају („Сл. гласник РС“, бр. 104/2009, 99/2011 – др. закон, 71/2012 – одлука УС, 83/2014, 113/2017, 44/2018 и 95/2018.
Закон о стечају	Закон о стечају објављен у “Службеном гласнику Републике Србије” бр. 104/2009, 99/2011 – други закон, 71/2012 – Одлука УС РС, 83/2014, 113/2017, 44/2018 и 95/2018.
Правилник о утврђивању националних стандарда за управљање стечајном масом	Правилник о утврђивању националних стандарда за управљање стечајном масом објављен у „Службеном гласнику Републике Србије” бр. 62/2018.
Закон о проценитељима вредности непокретности или Закон о проценитељима	Закон о проценитељима вредности непокретности објављен у „Службеном гласнику Републике Србије” бр. 108/2016 и 113/2017 – др. закон.

# 1. УВОД И ЦИЉЕВИ ОБУКЕ

---

## 1.1. Ризик од инсолвентности

1.1.1. Несолвентност је увек ризик за предузећа. Проблеми са којима се суочавају нарочито мала и средња предузећа су акутни, јер она могу бити крхкија у временима економских успоравања и поремећаја као што је криза наступила након Covid-19, пораст каматних стопа, висока стопа инфлације и сл.

## 1.2. Фактори ризика: микро и макроекономски

1.2.1. Који су типични ризици? Генерално, постоје две врсте ризика: макроекономски ризици који утичу на целу привреду или одређени пословни сектор и макроекономски ризици који утичу на појединачно пословање.

1.2.2. Макроекономски фактори укључују:

- а. доступност кредитних и/или регулаторних политика које регулишу банкарске кредите;
- б. каматне стопе;
- в. инфлација цена (притисак трошкова и смањење потражње);
- г. пореске стопе (директни и индиректни порези);
- д. трговинска политика и увозно/извозне процедуре и ограничења;
- ђ. прекид ланца снабдевања и повећани трошкови;
- е. геополитички фактори (као што су сукоби или пандемије).

1.2.3. Микроекономски фактори који утичу на одређени сектор укључују:

- а. проблеми са новчаним токовима;
- б. ризик ликвидности и валутни ризик у вези са кредитирањем/инвестицијама;
- в. обезбеђивање средстава за плаћање пореза и осталих дажбина;
- г. обавезе отплате кредита;
- д. губитак кључних уговора (добављачи, купци или посредници);
- ђ. губитак кључних запослених (техничко знање и/или контакти); или
- е. оперативни и репутациони ризици.

1.2.4. Друштво се може суочити са бројним макро и микро-економским ризицима. Разумевање ових ризика који утичу на пословање неопходно је да би се конструисао наратив у реструктурирању и да би се обезбедили докази да ће кораки који се предузимају у плану решити основне узроке финансијских тешкоћа.

1.2.5. Ова радна свеска се бави „реорганизацијом и плановима реорганизације“ и покрива:

- а. концепт и дефиниција реструктурирања у међународним оквирима;
- б. обавезне елементе плана реорганизације по регулативи Републике Србије;
- в. методологије процене имовине;
- г. идентификовање економско-финансијске позиције друштва у циљу утврђивања мера реорганизације и бизнис плана;
- д. поређење реорганизације и банкротства; и
- ђ. студије случаја.

## 1.3. Исходи обуке

1.3.1. До краја ове радне свеске требало би да budete у могућности да:

- а. разумете концепт реорганизације;
- б. пратите редослед препорука у правцу израде нацрта плана реорганизације и његових обавезних елемената;
- в. разумете основе методологије процене имовине друштва у контексту поступка реорганизације; и
- г. разумете и предвидите проблеме у процесу израде, усвајања и имплементације плана.



## **2. РЕСТРУКТУРИРАЊЕ КАО ИЗБОР – МЕЂУНАРОДНИ ОКВИР И СМЕРНИЦЕ**



## 2.1. Класични и модерни одговори

2.1.1. Класичан (или историјски) одговор у стечајном праву и пракси је: уновчавање имовине, расподела расположивих средстава и затварање пословања (као и брисање субјекта из регистра предузећа/привредних регистара).

2.1.2. Савремени одговор је спасавање или реструктурирање тамо где је то могуће, спашавање само онога што се може спасити и ликвидирање остатка. Ово може укључивати реструктурирање дугова пословања и задржавање постојећих акционара/власника, а понекад и менаџмента. Алтернативно, то може укључивати продају предузећа и промену власништва.

## 2.2. Логика очувања пословања

2.2.1. Зашто је ово неопходно? Кључни разлози укључују очување запослености, потребу да се подстиче предузетништво и преузимање ризика, подржавање државних прихода кроз континуирано плаћање пореза и обавеза социјалног осигурања, као и заштиту купаца и пословних односа. Нека друштва поред тога могу обављати и важне друштвене функције што је још један додатни разлог.

## 2.3. Дефиниција и фокус очувања пословања

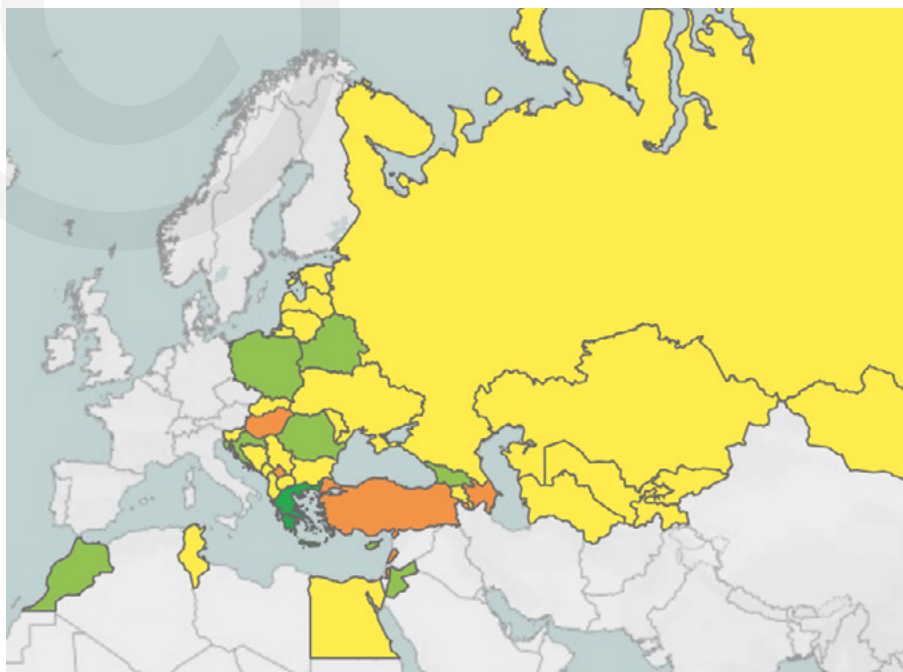
2.3.1. Не постоји стандардна дефиниција појмова „очување“ или „реорганизација“. Међутим, нека идеја о процесу се може стећи постављањем питања: шта се може очувати и како се то може постићи?

2.3.2. Одговор показује да у пракси постоје три врсте очувања пословања које се могу наћи широм света:

- а. очување правног лица (друштва и повезаних послова или уговора), често виђено у Француској и другде;
- б. очување пословања (очување пословног елемента који се састоји од „неограниченог пословања“: акумулације запослених, уговора и имовине), често се користи у УК; и
- в. очување имовине (очување кључних средстава), често се виђа у Великој Британији, Сједињеним Америчким Државама и Канади.

2.3.3. Горе наведене три методе могу се постићи као део реорганизације ван формалног стечајног поступка или такође у оквиру стечајног поступка. Популарност, као и успех ових различитих опција очувања и начин на који се користе разликују се од земље до земље.

Слика 1: Коришћење процедура реорганизације за пренос пословања као неограниченог пословања



**Напомена:** Ова мапа показује ниво слагања испитаника у економијама које је ЕБРД анкетирала са следећим питањем: „Да ли се поступак реорганизације може користити за пренос пословања без обавеза?“, при чему зелена означава позитиван одговор, жута неодлучан одговор и наранџасто негативан одговор. Испитаници у већини јурисдикција навели су да се не могу ни сложити ни не сложити са питањем (жути одговор).

Извор: ЕБРД Business Reorganisation Assesment 2022, објављено на: ебрд-реструктуринг.цом

## 2.4. Време предузимања корака

2.4.1. Када се покушава очување пословања?  
Генерално, стране треба да покушају да предузму кораке у правцу реструктурирања што је раније могуће како би сачувале вредност у пословању и избегле потребу за судским поступцима, који могу уплашити добављаче и уништити пословне односе. Такође постоје докази да рана акција може повећати успех потенцијалног реструктурирања. Али ово се значајно ослања на то да се дужник и његови повериоци ангажују на првим знацима финансијских проблема за колективно добро.

## 2.5. Ко предузима кораке

2.5.1. Ко предузима кораке у правцу реструктурирања? Опције укључују:

- а. дужника кроз поступак дужника у поседу ("ДИП"), понекад уз помоћ саветника. На пример, у Француској, *sauegarde* поступци реорганизације који укључују дужнике изнад одређеног прага захтевају именоване стечајног управника који ће помагати у формулисању плана и његовој примени; или
- б. стечајног управника кроз поступак практичара у поседу ("ПИП").

---

*Изводи из Директиве Савета ЕУ: Директива (ЕУ) 2019/1023 о оквирима за превентивно реструктурирање, о отплати дугова и дисквалификацијама и о мерама за повећање ефикасности поступака у вези са реструктурирањем, несолвентношћу и отплатом дуга (Директива ЕУ, 2019:23).*

(30) Да би се избегли непотребни трошкови, да би се одразила рана природа превентивног реструктурирања и да би се дужници подстакли да се пријаве за превентивно реструктурирање у раној фази својих финансијских потешкоћа, требало би им, у принципу, оставити контролу над својом имовином и пословањем. Именовање стечајног управника у области реструктурирања, за надзор над радом дужника или за делимично преузимање контроле над свакодневним пословањем дужника, не би требало да буде обавезно у сваком случају, већ да се врши од случаја до случаја у зависности од околности случаја или о специфичним потребама дужника. [...]

(31) У сврху помоћи странама у преговорима и изради плана реорганизације, државе чланице треба да предвиде обавезно именоване стечајног управника у области реструктурирања када: судски или управни орган одобрава дужнику одлагање плаћања појединачне обавезе, под условом да је у том случају потребан стечајни управник да заштити интересе страна; или реорганизације треба да потврди судски или административни орган путем смањења обавеза међу класама; уколико то захтева дужник; или то захтева већина поверилаца под условом да повериоци покрију трошкове и накнаде стечајног управника. [...]

## 2.6. Врсте реструктурирања: финансијско и оперативно

2.6.1. Опције за спасавање пословања се генерално класификују у „финансијска реструктурирања“ (фокусирање на дуг и/или обавезе друштва) и „оперативна реструктурирања“ (фокусирање на моделе пословних активности). И финансијска и оперативна реструктурирања могу се користити у сврху све три врсте очувања: очувања ентитета, друштва и имовине:

2.6.2. Финансијско реструктурирање се углавном односи на обавезе које настају као резултат пословања и може укључивати:

- а. поновно преговарање о обавезама плаћања;
- б. смањење обавеза (отписи и смањења дуговања);
- в. продужење отплате кредита (од стране постојећих кредитора);
- г. добијање новог новца (од постојећих и/или нових кредитора); и/или
- д. пратеће измене гаранција и средстава обезбеђења.

2.6.3. Оперативна реструктурирања гледају на срж или садржај пословања и могу укључивати:

- а. Промена делатности и модела пословања;
- б. отпуштање запослених и запошљавање нових лица;
- в. ефикасност и смањење оперативних трошкова; и/или
- г. отуђења и продаје имовине.

---

*Изводи из Директиве Савета ЕУ: Директива (ЕУ) 2019/1023 о оквирима за превентивно реструктурирање, о отплати дугова и дисквалификацијама и о мерама за повећање ефикасности поступака у вези са реструктурирањем, несолвентношћу и отплатом дуга (Директива ЕУ, 2019:18).*

(2) Реструктурирање треба да омогући дужницима у финансијским потешкоћама да наставе пословање, у целини или делимично, променом састава, услова или структуре њихове имовине и обавеза или било ког другог дела структуре капитала — укључујући продају имовине или делова пословања или, када је тако предвиђено националним законом, пословања у целини — као и спровођењем оперативних промена... Оквир за превентивно реструктурирање треба, пре свега, да омогући дужницима да се ефикасно реструктурирају у раној фази и да избегну велику ликвидност на који начин се ограничавају непотребне ликвидације одрживих друштава. Ти оквири би требало да помогну да се спречи губитак радних места и губитак знања и вештина и да се максимизира укупна вредност за повериоце — у поређењу са оним што би добили у случају ликвидације имовине друштва или у случају следећег најбољег алтернативног сценарија у коме нема плана — као и власницима и привреди у целини.

## 2.7. План реструктурирања

2.7.1. Да би се постигло спасавање или реструктурирање пословања, генерално се прво израђује план који поставља кораке ка постизању постављених циљева и исхода. Ово може захтевати прибегавање спољној експертизи како би се омогућила дубинска дијагноза опција са којима се друштво суочава.

2.7.2. У свакој фази процеса, стечајни управник треба да буде свестан различитих интереса заинтересованих страна и њихових потреба. Ово ће помоћи стечајном управнику да израчуна који би могао бити њихов најбољи или најгори сценарио те да ли су могући компромиси.

*Изводи из Директиве Савета ЕУ: Директива (ЕУ) 2019/1023 о оквирима за превентивно реструктурирање, о отплати дугова и дисквалификацијама и о мерама за повећање ефикасности поступака у вези са реструктурирањем, несолвентношћу и отплатом дуга (Директива ЕУ: 2019: Уводна изјава 10).*

(10) Сваки поступак реструктурирања, посебно онај који је велики и који ствара значајан утицај, треба да се заснива на дијалогу са заинтересованим странама. Тај дијалог треба да обухвати избор мера предвиђених у односу на циљеве поступка реструктурирања, као и алтернативне опције. [...]

## 2.8. Ко саставља план?

2.8.1. Састављач(и) плана могу бити:

- а. дужник;
- б. (у зависности од врсте поступка) стечајни управник;
- в. (у зависности од врсте поступка) други професионални актери или саветници (нпр. менаџери за опоравак пословања, адвокати итд.); или
- г. један или више поверилаца.

## 2.9. Прегледати и поставити стратегије и исходе

2.9.1. Прелиминарна одлука стечајног управника (или другог стручњака) укљученог у процедуру обично је да ли ће се план фокусирати на финансијско реструктурирање, оперативно реструктурирање или комбинацију оба типа реструктурирања.

2.9.2. Такође се мора поставити циљ реструктурирања, који може укључивати:

- а. наставак ентитета;
- б. наставак целог или дела пословања;
- в. продаја правног лица;
- г. отуђење имовине и/или стицање нових средстава;
- д. измирење дугова; и/или
- ђ. комбинација горе наведеног.

2.9.3. Преглед разлога за неуспех пословања или финансијски проблем такође се мора разумети, посебно макро- и/или микроекономски узроци финансијских проблема, како би се поставила стратегија за успех.

2.9.4. Циљеви реструктурирања могу укључивати обе опције за реструктурирање и ликвидацију, у зависности од става о томе како се могу максимизирати најбољи интереси поверилаца.

2.9.5. План реструктурирања мора бити способан да се прошири на оне кредиторе који су неопходни, укључујући обезбеђене, необезбеђене, добављаче и финансијске кредиторе, да би се обезбедио успех плана. То је зато што ће, у многим случајевима, дужник дати обезбеђење на својој кључној имовини, нпр. зградама, фабрикама и/или опреми у корист финансијских зајмодавца и њихова подршка ће бити од суштинског значаја за наставак пословања. Повериоци којима се даје предност, обично према релевантном закону, могу имати улогу у процесу доношења одлука. У исто време, трговински повериоци и добављачи, иако често нису обезбеђени, важни су за садашње и будуће генерисање прихода пословања.

## 2.10. Критични елементи: финансирање и расположиво време

2.10.1. Постоје нека кључна питања која треба поставити у вези са ресурсима:

а. Одакле новац за стратегију реорганизације ?

аа. Новац може доћи од докапитализације дужника, повећане продаје, нових очекиваних прихода, репрограмирања дуга ослобађањем готовине, нових зајмова итд. Ново финансирање, другим речима, додатно финансирање од постојећих или нових зајмодаваца, често је потребно да би се омогућило да се одржи делатност кроз финансијске потешкоће, укључујући и могућност да се сносе трошкови самог процеса реструктурирања.

б. Која је цена стратегије припреме саме реорганизације ?

бб. Потребно је израчунати све накнаде за услуге стечајног управника (ако исти има улогу у конкретној јурисдикцији), као и професионалних саветника који раде на припреми плана и пружају подршку у преговорима са повериоцима.

в. Која је цена имплементације реорганизације?

вв. Потребно је израчунати све додатне марже или камате које ће се платити повериоцима. Ово може бити посебно проблематично за мала и средња предузећа, често зато што не могу да приуште ове трошкове и имају неадекватан и неоптималан приступ банкарском финансирању. Њихов удео у укупним банкарским кредитима је изразито низак у многим земљама и њихов приступ тржишту финансирања је скоро занемарљив.

г. Колико дуго ће бити потребно за имплементацију реорганизације ?

гг. Ово ће захтевати процену времена и повезаних трошкова. Дужи периоди имплементације повећавају ризике за пословање и повериоце. У овом контексту, ново финансирање је често кључно за успешну имплементацију стратегије реорганизације и очувања пословања. Међутим, као што се може видети на слици 3, у неким јурисдикцијама додатно финансирање неће бити лако доступно, било због ограничене заинтересованости кредитора за ризиком, мањег броја давалаца кредита и/или ниже правне заштите за ново финансирање. Из тог разлога, правилно процењени трошкови и одговарајућа процена одрживости помоћи ће да се повериоци убеде у изводљивост предлога који се износи.

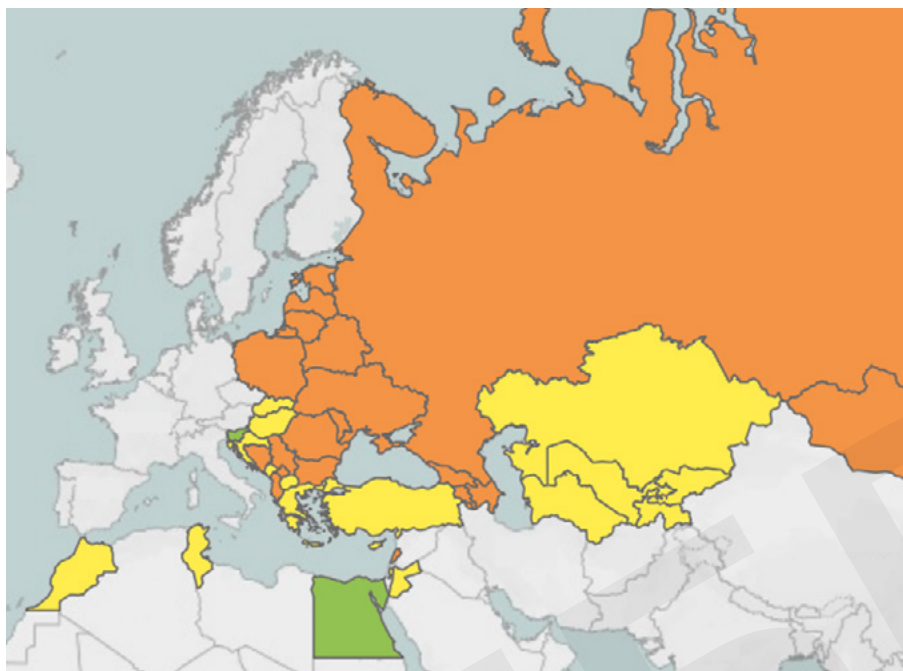
---

*Изводи из Директиве Савета ЕУ: Директива (ЕУ) 2019/1023 о оквирима за превентивно реструктурирање, о отплати дугова и дисквалификацијама и о мерама за повећање ефикасности поступака у вези са реструктурирањем, несолвентношћу и отплатом дуга (Директива ЕУ, 2019:22, 66).*

(22) Што раније дужник може да открије своје финансијске потешкоће и може да предузме одговарајуће мере, већа је вероватноћа да ће избећи предстојећу великвидност или, у случају предузећа чија је одрживост трајно нарушена, то је ликвидација уреднија и ефикаснија. процес би био. [...]

(66) Успех плана реструктурирања често зависи од тога да ли се финансијска помоћ пружа дужнику да подржи, прво, пословање предузећа током преговора о реструктурирању и, друго, спровођење плана реструктурирања након његове потврде. Финансијску помоћ треба разумети у ширем смислу, укључујући обезбеђивање новца или гаранција трећих лица и снабдевање залихама, инвентара, сировина и комуналних услуга, на пример кроз одобравање дужника дужег рока отплате....

Слика 2: Ново финансирање се не користи често у већини региона ЕБРД



**Напомена:** Ова мапа приказује ниво слагања испитаника када их је ЕБРД анкетирао на следеће питање: „Да ли је обезбеђивање новог финансирања коришћена пракса у вашој надлежности?“. Испитаници из већине економија нису се сложили.

Извор: ЕБРД Business Reorganisation Assesment, 2022, објављено на: <https://ebrd-restructuring.com/>

## 2.11. Одрживост

2.11.1. У многим међународним и домаћим текстовима, питање „одрживости“ се користи за вредновање процеса постизања резултата реструктурирања. Питања која треба поставити укључују:

- а. Шта значи одрживост?
- б. Колико дуго предузеће мора да буде одрживо када се спроведе реорганизација?
- в. Која је вероватноћа будућег неуспеха?
- г. Да ли се могу проценити шансе да се разлози који су довели до финансијских тешкоћа понове? и
- д. Колики ће бити трошак ако план не функционише (нпр. у изгубљеним ресурсима; губитак пословних прилика и могућности итд.)?

2.11.2. Одрживост се може мерити према мерилима, као што је „тест најбољег интереса поверилаца“. Ово генерално значи да ниједан поверилац не би требало да буде у горем положају у оквиру плана реорганизације него што би био у ликвидацији.

*Изводи из Директиве Савета ЕУ: Директива (ЕУ) 2019/1023 о оквирима за превентивно реструктурирање, о отплати дугова и дисквалификацијама и о мерама за повећање ефикасности поступака у вези са реструктурирањем, несолвентношћу и отплатом дуга (Директива ЕУ, 2019:27).*

(52) Задовољавање теста 'најбољег интереса поверилаца' треба сматрати да значи да ниједан несагласни поверилац није у горем положају у оквиру плана реорганизације него што би то било у случају ликвидације, било да се ради о ликвидацији појединачне имовине или о продаји правног лица, или у случају следећег најбољег алтернативног сценарија ако план реорганизације не буде усвојен. [..]

# 3. ИЗРАДА ПЛАНА: СИСТЕМИ РАНОГ УПОЗОРАВАЊА (СРУ) – МЕЂУНАРОДНИ ОКВИР

3.1. Кораци који воде до плана могу почети у раној фази финансијских потешкоћа, када систем раног упозорења – СРУ, (у јурисдикцијама где он постоји) упозори друштво да улази у финансијске проблеме. Директори друштва имају у том случају обавезу да делују и могу захтевати независну преглед пословања (НПП). НПП се такође може спровести на захтев заинтересоване стране, нпр. банкарског кредитора. НПП помаже да се дијагностикују проблеми са којима се друштво суочава и да ли они могу да се поправе. У том случају, препоруке у НПП-у ће довести или до наставка пословања од стране друштва (у зависности од испуњења препорука) или до одлуке да се иницира поступак несолвентности или реорганизације, а до формулисања плана реорганизације.

## 3.2. Системи раног упозоравања (СРУ)

У многим јурисдикцијама постоји концепт система раног упозоравања (СРУ), механизма који служи да упозори пословање на унутрашње и екстерне ризике. У Француској, процедуре упозорења (*procédures d'alerte*) су специфични корпоративни механизми који дозвољавају ревизорима и другим корпоративним органима да обавесте директоре и, у одређеним случајевима, Привредни суд (који има надлежност у реструктурирању и несолвентности), чим открију било какву чињеницу или симптом који указује на претњу континуитету пословања. Француски Привредни суд има широка овлашћења да позове директоре и да покрене поступак (као што је *mandat ad hoc*) ради отклањања свих утврђених недостатака. У Италији, недавне реформе Кодекса о несолвентности и кризним ситуацијама увеле су улогу интерних корпоративних тела, као што су Одбор статутарних ревизора (или Надзорни одбор) и/

или обични ревизори, као и квалификовани повериоци, као што је пореска управа (*Agenzia delle Entrate*), националног тела за осигурање, агената за наплату пореза и финансијских зајмодаваца, како би обезбедили рано упозорење о финансијским потешкоћама за друштва са којима раде. Дужник такође има приступ националној онлајн платформи за самопроцену своје финансијске ситуације. Иако обавештење о финансијским потешкоћама не ствара конкретну обавезу дужника да делује, постоји општа обавеза директора да поднесу захтев за формално реструктурирање или поступак несолвентности. У земљама у којима не постоји посебан јавни или државни механизам, као што су Француска или Италија, дијагноза финансијских потешкоћа често се обавља у оквиру предузећа од стране финансијског одељења или екстерно од стране ревизора. Питање које се поставља је како се информације благовремено преносе директорима како би им се омогућило да на одговарајући начин реагују. Један од одговора може бити покретање независног прегледа пословања, као увод у одлучивање које друге радње треба предузети.



## **4. ОБАВЕЗНА САДРЖИНА ПЛАНА РЕОРГАНИЗАЦИЈЕ – ЗАКОН О СТЕЧАЈУ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ**

4.1. Имајући у виду да усвојен план реорганизације по закону представља извршну исправу, његова је обавезна садржина прописана Законом о стечају (чл. 156<sup>1</sup>). Од садржине плана реорганизације, и у суштинском и у формалном смислу, зависиће успешно спровођење реорганизације једног привредног друштва, стога је од кључне важности да план реорганизације о коме ће одлучивати и о коме ће гласати повериоци буде у садржинском смислу подобан да би поставио правила по којима ће се будућа реорганизација спроводити. У том смислу, значајна је и улога суда у претходном испитивању садржине плана и његове усклађености са одредбама Закона о стечају које регулишу шта план реорганизације обавезно мора садржати да би се по њему могло даље поступати. Суд дакле има дужност и право да испита законитост самог плана реорганизације, али по правилу неће улазити у питања целисходности (која разматрају сами повериоци и о томе се изјашњавају путем гласања о плану). Ипак, у склопу испитивања законитости самог плана, суд мора ући у разматрање одређених финансијско-економских питања, о чему ће даље бити више речи.

4.2. Поред самог Закона о стечају, и Национални стандард број 6 за управљање стечајном масом прописује податке и елементе које треба да садржи план реорганизације. У наставку ћемо покушати да се осврнемо на најзначајније тачке садржине плана реорганизације уз ставове судске праксе за одређена релевантнија питања која су у пракси од почетка примене закона стварала недоумице и различита тумачења.

### 4.3. Садржина плана реорганизације

Кратак увод у коме је потребно уопштено објаснити делатност коју друштво обавља и околности које су довеле до финансијских тешкоћа

4.3.1. Ова одредба је прилично јасна. Потребно је у плану укратко описати када је друштво основано са подацима о оснивачу, податке о битним статусним променама од оснивања до отварања стечаја (уколико их је било) као и податке о делатности којом се друштво бавило. Надаље, у овом уводном делу потребно је описати које околности су довеле до финансијских тешкоћа у пословању друштва и које мере су у том погледу предузете као и који циљеви, нарочито у погледу повољнијег намирења поверилаца, би требало да се усвајањем плана реорганизације остваре. По правилу, овај део плана је информативан како за повериоце и тако и за сам суд, али најчешће неће имати директне последице на његову законитост. Са друге стране, иако ће уобичајено кључни повериоци имати

сопствена сазнања о тим околностима, овај део плана може бити од интереса за мање повериоце који по правилу немају јасан и целовит увид у пословање самог друштва.

Попис мера и средстава за реализацију плана као и детаљан опис мера које је потребно предузети и начин на који ће се реорганизација спровести

4.3.2. У погледу мера и самог начина спровођења поступка реорганизације важно је споменути да оне морају бити јасно и прецизно наведене у плану. Није довољно паушално описивати наставак пословања већ се мора прецизно објаснити на који начин и којим мерама ће се омогућити било континуитет у пословању било унивчење имовине из чије вредности ће се повериоци намирити.

Иако Закон о стечају формално ту разлику не познаје, уобичајено је да у пракси постоје две врсте планова реорганизације – санациони и ликвидациони. Кроз ликвидациони план се може ићи чак толико далеко да исти симулира банкрутство тј. да се као његов резултат гаси пословање односно имовина (а некада и само пословање) преноси на један или више других субјеката и слично.

4.3.3. У случају да предвиђа наставак пословања, план као целина мора давати јасно и детаљно објашњење на који начин ће разлози који су довели до несолвентности (нпр. након почетка примене плана или у коначном следу, по окончању примене плана) бити отклоњени и на који начин ће се у међувремену вршити финансирање пословања стечајног дужника, укључујући и изворе додатног (новог) финансирања које као што је горе наведено може бити обезбеђено додатним улагањем капитала од стране постојећих чланова друштва или нових инвеститора, путем зајма постојећих чланова друштва или трећих лица, или прибављањем кредита од банака (ако је, примера ради, у питању зајам или кредит, план мора садржати податке о износу и условима таквог финансирања и року враћања зајма односно кредита).

<sup>1</sup> Овај члан Закона о стечају прописује обавезну садржину плана реорганизације али и унапред припремљеног плана реорганизације (који поред свих елемената које садржи план реорганизације садржи и одређене додатне елементе). У овом одељку ћемо се претежно бавити садржином плана реорганизације који се подноси у оквиру стечајног поступка.



### **Практично одсуство новог финансирања кроз зајам или кредит у српским реорганизацијама**

Треба приметити да у Србији готово и да нема новог финансирања у реорганизацијама, као судским тако и унапред припремљеним (одређени примери који су нам познати представљају изузетке који потврђују правило). Иако су кроз законске измене у последњих неколико година уклоњене одређене препреке у погледу заштите новог финансирања у складу са општеприхваћеним моделима (нпр. заштита за нове повериоце који финансирају реорганизацију на начин да се исплата њихових потраживања у неком будућем евентуалном стечају сматра за обавезе стечајне масе, која је уведена изменама члана 104. Закона о стечају), то није довело до промене у пракси. Сматра се да је један од основних разлога тај што на српском тржишту, са једне стране, банке нису заинтересоване за таква финансирања (пре свега услед конзервативних пословних политика, али и из регулаторних разлога јер би се сваки такав пласман аутоматски категорисао као лош и захтевао да банка на њега издвоји значајне резервације, које онда читаво финансирање чине неисплативим за банку), а са друге стране постоји потпуно одсуство посебних фондова који се на другим тржиштима баве таквом врстом финансирања (поново, ту је на сцени пре свега регулаторни разлог, јер постојећа банкарска регулатива забрањује било којим ентитетима који нису банке да се баве давањем кредита односно позајмица као својом делатношћу). Имајући све ово у виду, дужник ће евентуално додатно финансирање добити углавном од банака које су постојећи кредитори и то у оним случајевима које банке као повериоци процене веома значајним (да ли због завршетка започетих пројеката и послова или због високих износа потраживања које имају према дужнику), те у том смислу исказу спремност да дужнику одобре и додатна средства којим би се финансирала реорганизација.

4.3.4. План не мора имати посебан одељак у коме ће се налазити образложење на који начин ће разлози који су довели до инсолвентности бити откљоњени али такво образложење у том случају мора произилазити из осталих елемената плана. Такође, уколико се у оквиру овог одељка плана наводи нпр. „проналажење стратешког партнера у циљу одржавања будућег пословања“ ,али не као једна од мера плана већ у циљу поткрепљивања економске оправданости реорганизације, наведено би се по ставу судске праксе могло такође прихватити

у смислу ваљане испуњености услова обавезне садржине плана реорганизације. Оно што је важно је да су саме мере које план предвиђа довољно јасне и прецизне за сваку од класа поверилаца, те да јасно прописују начин намирења сваке класе (тако да се може утврдити у ком степену ће свака од класа постићи повољније намирење усвајањем плана у односу на банкротство; нешто више о теми повољнијег намирења ће бити наведено у другом делу ове радне свеске). У контексту овог елемента плана важно је напоменути и одредбу Националног стандарда бр. 6 по којој план реорганизације не сме бити заснован на будућем неизвесном догађају. То заправо значи да план као такав мора бити заснован на реалним основама.

4.3.5. Примера ради, уколико се план заснива на исходу судског спора за побијање правних радњи, за намирење потраживања и сл. који су иницирани од стране стечајног управника (или самог дужника пре подношења плана или чак пре отварања стечаја), или за које се у плану наводи да ће тек бити покренути, и на основу којих дужник (односно подносилац плана) наводи да очекује генерисање средстава из којих би се финансирао наставак пословања, по ставу праксе би се сматрало да је овакав план незаконит као заснован на будућем неизвесном догађају - имајући у виду да се исход судских поступака никада са сигурношћу не може предвидети, те се стога мере плана не могу заснивати на оваквим околностима.

4.3.6. Са друге стране, уколико би једна од мера плана била докапитализација стечајног дужника где је као доказ у прилогу плана достављено необавезујуће писмо намерама потенцијалног стратешког партнера, по ставу праксе исто не би представљало будући неизвесни догађај (и поред чињенице да је писмо необавезујуће), а имајући у виду да бонитет потенцијалног стратешког партнера да заиста и изврши докапитализацију не представља, сам по себи, меру плана већ се ради о питању његове изводљивости - о којој својим гласањем одлучују повериоци. Поред тога, самим планом реорганизације, односно његовим мерама, не могу се ни креирати обавезе за трећа лица. У том контексту дакле, не ради се о будућем неизвесном догађају.

4.3.7. Дакле, претходно испитивање поднетог плана реорганизације, у смислу његове усклађености са одредбама Закона о стечају и испуњености формалних услова за гласање, у надлежности је суда. Поред тога, повериоци имају право увида у текст плана и подношење примедби на исти, а по којима предлагач плана има право да једном изврши његову корекцију (у облику пречишћеног текста) и поднесе суду нову верзију са јасном назнаком да је у питању измењени план.

## Судска пракса везана за измену поднетог плана реорганизације

### Пример 1:

Оснивач стечајног дужника поднео је план реорганизације. Поступајући по примедбама поверилаца на поднети план, подносилац је обавестио суд да врши техничке корекције у плану и поднео пречишћен текст плана са извршеним корекцијама. У пречишћеном тексту плана подносилац је извршио усаглашавање износа појединих потраживања али је истовремено извршио и премештање појединих потраживања у друге класе у односу на оне у којима их је сврстао у првобитној верзији плана. На тај начин је дошло до промене учешћа поверилаца у појединим класама који су због промене процентуалног учешћа могли одлучујуће да утичу на изгласавање плана. У конкретној ситуацији став је Привредног апелационог суда био да оваквим изменама неколико дана пред рочиште за гласање о плану повериоцима није дата могућност да се изјасне о тако измењеном плану те је решење о усвајању плана укинута од стране Привредног апелационог суда.

### Уместо закључка:

Уколико предлагач плана врши измене у плану којима не само усклађује износе потраживања у складу са примедбама поверилаца већ и повериоце премешта у друга класе у којима се услед тога мења процентуално учешће поверилаца који имају одлучујући утицај на изгласавање плана у одређеној класи, такве измене јесу суштинске, а не техничке природе, те је услед тога суд био дужан да повериоцима остави рок да се упознају са новим текстом плана и због тога одложи заказано рочиште о његовом гласању.

### Пример 2:

Оснивач дужника поднео је план реорганизације у стечају. Поступајући по налогу суда за техничким корекцијама плана (достављањем ажуриране процене имовине), предлагач је уједно изменио саму садржину плана на тај начин што је на основу ажуриране процене дошао до закључка да је боље да план буде ликвидациони, а не санациони односно уместо наставка обављања делатности дужника измењени план је предвидео продају имовине и намирење поверилаца у одређеним роковима. Међутим, овако измењени план поднет је након истека свих законом прописаних рокова за подношење плана реорганизације у стечају. И поред примедби поверилаца, суд је прихватио овакве измене као техничке корекције већ поднетог плана.

### Уместо закључка:

Насупрот претходном примеру из праксе Привредног апелационог суда, став је суда ниже инстанце да чак ни потпуно концепцијско мењање основа на којима почива поднети план тако да се суштински мења сама идеја реорганизације те она више уопште не предлаже наставак било каквог пословања, исто се може прихватити као измена већ постојећег плана, те такве измене нису „суштинске“ да би се тако измењен план који такве измене садржи имао сматрати новим планом реорганизације.

### Детаљна листа поверилаца са поделом на класе и критеријумима на основу којих су те класе формиране

4.3.8. Класе потраживања у плану реорганизације формирају се примарно по основу њихових различних права и права приоритета потраживања по исплатним редовима. У плану се првенствено наводи опис сваке од класа, списак потраживања која су категорисана у ту класу и укупан износ потраживања у свакој од њих. План уобичајено може садржати следеће класе поверилаца:

- а. класу различних поверилаца,
- б. класу поверилаца са потраживањима по основу неисплаћених зарада за последњих годину дана пре отварања поступка стечаја и потраживањима по основу неплаћених ПИО доприноса за период од две године пре отварања поступка стечаја,
- в. класу поверилаца са потраживањима по основу јавних прихода доспелих три месеца пре отварања поступка стечаја,
- г. класу осталих необезбеђених поверилаца,
- д. класу поверилаца која чине лица повезана са стечајним дужником<sup>2</sup>

4.3.9. Поред наведених класа, план може имати додатне класе чије формирање може наложити и стечајни судија приликом претходног испитивања плана, уколико су карактеристике одређених потраживања такве да то чини оправданим формирање посебне класе.

<sup>2</sup> Ова лица не гласају о плану, а намирују се на исти начин и под истим условима као и повериоци класе којој би припали по карактеристикама својих потраживања

4.3.10. У пракси се често дешава и да се потраживања поверилаца разврставају у погрешну класу потраживања, што се нарочито дешава када су у питању разлучни повериоци. Наиме, разлучна потраживања би требало да се налазе у посебној класи (разлучних потраживања) само у мери у којој су стварно обезбеђена вредношћу предмета разлучног права. Другим речима, потребно је извршити процену предмета разлучног права (вредност средства обезбеђења) и такво потраживање разврстати у целини као разлучно искључиво уколико би се, у претпостављеном случају уновчења имовине која је предмет разлучног права а према процени вредности такве имовине која је наведена у плану, то потраживање у целисти намирило из средстава која би се остварила таквом продајом. У случају да процењена вредност предмета разлучног права (односно претпостављени приходи од његовог уновчења) не покрива у целисти износ потраживања, онај део потраживања који се из те вредности не би могао намирити требало би разврстати у класу којој би такво потраживање припало да није обезбеђено. У случају примедбе разлучног повериоца у вези са разврставањем његовог потраживања по класама (или примедбе неког другог повериоца са тим у вези), за сврху гласања по класама стечајни судија врши процену вероватноће намирења тог потраживања и то на основу процене имовине која је предмет разлучног права која није старија од 12 месеци и која је сачињена од стране овлашћеног проценитеља.

4.3.11. Из тог разлога, процена имовине стечајног дужника која се налази под разлучним правом чини обавезан прилог плана реорганизације, а разлучни поверилац за сврху гласања има такође право да суду поднесе другу процену (која мора испуњавати исте услове) и да тражи да суд изврши процену вероватноће намирења његовог обезбеђеног потраживања из вредности средства обезбеђења. Приликом доношења одлуке, стечајни судија је у обавези да узме у обзир све достављене процене (уколико испуњавају законом прописане услове који су горе наведени). За износ потраживања који стечајни судија на основу савесне и образложене оцене свих достављених процене и изјашњења привременог стечајног управника процени да се разлучни повериоци не могу намирити из оптерећене имовине, исти остварују право гласа у другој одговарајућој класи потраживања.

4.3.12. Ова питања изазивају честе проблеме у пракси, будући да се неретко дешава да разлучним повериоцима буде признато право гласа само у једној класи разлучних потраживања, невезано од процењене вредности имовине из које намирују своја обезбеђена потраживања. Овакво, неправилно, разврставање разлучних потраживања по класама може довести до великих практичних последица у погледу самог гласања и одлучивања о плану (јер би, поштујући горе описано правило, разлучном повериоцу требало признати право гласа и у класи необезбеђених потраживања за онај део обезбеђеног потраживања који се не може намирити из претпостављене продаје средства обезбеђења). У зависности од састава једне или друге класе, ово може променити исход гласања о плану.

4.3.13. Поред горе наведене проблематике везане за само учешће приликом гласања о плану у вези са повериоцима који имају конституисано обезбеђење на имовини стечајног дужника постоје и друге недоумице на које је пракса временом дала одговор, а то је на пример ситуација када ови повериоци имају новчано потраживање према трећим лицима али за која се стечајни дужник, поред давања обезбеђења, истовремено обавезао и као јемац-платац. Постојале су, наиме, недоумице да ли се овакви повериоци, уколико према процени вредност имовине која је предмет обезбеђења није довољна да би се из исте намирило потраживање повериоца према трећем лицу, за такав ("реално" односно економски гледано необезбеђен) део потраживања имају сматрати необезбеђеним (стечајним) повериоцима у смислу разврставања по класама плана. Ово стога што би се, посматрано са једне стране, такви повериоци могли сматрати за заложне повериоце (јер имовина стечајног дужника која је предмет обезбеђења служи као обезбеђење потраживања према трећем лицу, што одговара дефиницији заложног повериоца). Практика је, ипак, у оваквим случајевима дала одговор да се овде ради о разлучним, а не заложним повериоцима (на шта упућују и одредбе Закона о облигационим односима које регулишу јемство (чл. 1004 ЗОО). Као основни разлог за такав третман судска пракса наводи то да, поред тога што је својом конкретном имовином гарантовао плаћање туђег дуга, стечајни дужник гарантовао наплату тих потраживања и као јемац-платац, дакле својом целокупном имовином.

4.3.14. Поред третмана разлучних поверилаца, у погледу сврставања поверилаца у одговарајућу класу судска оцена односно процена је од значаја и за повериоце оспорених потраживања. И тада је суд по закону обавезан да изврши процену вероватноће намирења оспореног потраживања у сврху гласања, те уколико нађе да је поверилац учинио вероватним своје потраживање до одређене висине, таквог повериоца сврста у класу у које би био сврстан да му је потраживање признато.

<sup>3</sup> Суд ће у овом случају, као и увек, ценити све расположиве доказе, што значи да поверилац оспореног потраживања има право да за те сврхе суду достави сваку документацију којом поткрепљује своју тврдњу да му је потраживање основано

4.3.15. Дакле, то што је предлагач плана повериоцу оспорио потраживање истог аутоматски не искључује из гласања о плану. Супротно становиште водило би бројним злоупотребима, јер би предлагачи могли једноставним „оспоревањем“ потраживања повериоце (чак и кључне повериоце који имају одлучујући утицај на доношење одлуке о плану реорганизације) једноставно искључити из гласања и на тај начин омогућити мањинским повериоцима да изгласају план. Нажалост, дешава се да се у пракси ово правило не поштује у сваком конкретном случају, о чему ће бити више речи у наставку ове радне свеске.

4.3.16. Следећа категорија поверилаца која изазива недоумице у погледу гласања о плану су повериоци чија су потраживања везана за услов (одложни или раскидни). Питање је да ли ови повериоци морају бити наведени у плану, односно да ли мора бити констатовано да такви повериоци не постоје? По овом питању став је судске праксе да су подаци о овој категорији поверилаца од значаја за гласање о плану, односно да они морају бити сврстани по класама. Повериоци који имају потраживање под одложним условом гласају о плану реорганизације само ако до дана гласања буде испуњен одложни услов (ако до тога не дође, њихово се потраживање за потребе гласања изузима из класе у коју је иницијално сврстано), а повериоци који имају потраживање под раскидним условом, пак, о плану гласају само ако до дана гласања раскидни услов не буде испуњен (у противном, губе својство повериоца према стечајном дужнику, а њихово потраживање се за потребе гласања изузима из класе у коју је иницијално сврстано).

### **Судска пракса у вези формирања класа потраживања**

#### **Пример 3:**

Над дужником је усвојен унапред припремљени план реорганизације. У жалби на решење о потврђивању плана повериоци су између осталог истицали да је суд био дужан да наложи предлагачу да у плану формира посебну класу потраживања коју чине потраживања поверилаца према трећим лицима за која је дужник јемчио својом целокупном имовином, а на шта су повериоци указивали у примедбама на план. Другостепени суд је одбио ове жалбене наводе.

#### **Уместо закључка:**

Чланом 165. Закона о стечају прописан је начин формирања класа потраживања у плану реорганизације (и унапред припремљеном плану реорганизације). Истим чланом прописано је да стечајни судија може наложити формирање једне или више додатних класа у законом

прописаним случајевима тј, уколико су стварне и суштинске карактеристике потраживања такве да је оправдано формирање посебне класе. Када су у питању потраживања по основу јемства дужника за обавезе трећих лица, став је другостепеног суда у конкретној ситуацији није било места формирању посебне класе имајући у виду да се у класе сврставају потраживања, а не повериоци, те се и потреба за формирањем посебне класе (или класа), цени у односу на потраживања. Имајући у виду да се ова потраживања суштински била необезбеђена потраживања према дужнику, иста су била сврстана у класу са осталим необезбеђеним потраживањима што је по ставу другостепеног суда било исправно са аспекта класа за гласање о плану. Да ли ће у конкретној ситуацији постојати потреба за формирањем посебне класе потраживања, зависи од околности сваког појединог случаја, а битно је испуњење законом прописаног критеријума тј. да се ради о потраживањима која су по својој суштини слична да је оправдано да се иста сврстају у посебну класу. У случају потраживања по основу јемства за обавезе трећих лица суштински се ради о необезбеђеним потраживањима те их је исправно сврстати у класу са осталим необезбеђеним потраживањима.

#### **Пример 4:**

Над дужником је усвојен план реорганизације у стечају који је предложен од стране стечајног управника. У жалби на решење о усвајању плана један од поверилаца је истакао да је дошло до погрешног разврставања другог повериоца у класу потраживања иако се из процене која је достављена уз план јасно може утврдити да се тај поверилац може делимично намирити из средства обезбеђења исти је и поред тога за целокупан износ свог потраживања сврстан у класу необезбеђених потраживања. На тај начин је дошло до изгласавања плана у овој класи потраживања што иначе не би био случај да је потраживање конкретног повериоца правилно разврстано. Из овог разлога другостепени суд је укинуо донето решење којим је потврђено усвајање плана реорганизације.

#### **Уместо закључка:**

Сврставање потраживања у класе приликом гласања о плану врши се на основу њихових различних права и права приоритета њихових потраживања по исплатним редовима. Уколико се из процене закључује да се обезбеђени поверилац делимично намирује из имовине на којој је конституисано његово различно право, он се за тај део потраживања мора сврстати у класу обезбеђених потраживања, а само за преостали део потраживања у класу необезбеђених. У противном, разврставање није исправно.

<sup>4</sup> За тако нешто није неопходно да постоји судски спор о таквом потраживању, односно предлагач плана има право да било које потраживање оспори као неосновано

#### Пример 5:

Над дужником је усвојен план реорганизације. На решење о усвајању плана изјавила је жалбу пореска управа истичући да је предлагач плана био дужан да се пре усвајања плана обрати Пореској управи у циљу давања сагласности на предложено одлагање плаћања пореског дуга што није учињено. Жалилац је становишта да је у план у делу којим одређује одлагање плаћања пореског дуга супротан закону о пореском поступку и пореској администрацији и из разлога што не предвиђа обрачун камате на порески дуг чије се плаћање одлаже. Другостепени суд је жалбу одбио и потврдио првостепено решење.

#### Уместо закључка:

По ставу другостепеног суда, предлагач плана није био дужан да се обраћа пореској управи за добијање сагласности на одлагање плаћања пореског дуга имајући у виду да по одредбама закона о пореском поступку и пореској администрацији прописано да је испуњење пореске обавезе у случају стечаја пореског обвезника регулисано Законом о стечају као *lex specialis*. Тачно је да по одредбама Закона о пореском поступку и пореској администрацији прописује да надлежни порески орган може дати сагласност на одлагање плаћања пореског дуга у једнаким ратама до 60 месеци уз даље обрачунавање камате али исто није од утицаја на исправност плана реорганизације будући да стечајни дужник нема обавезу да се обраћа надлежној пореској управи ради добијања ове сагласности. Дакле, уколико ова сагласност изостане онда је у том случају на повериоцу да гласа против усвајања плана. Другим речима ова одредба не значи обавезу предлагача плана да исплату целе класе потраживања којој потраживање пореске управе у конкретном случају припада, а то је класа необезбеђених потраживања, планом уреди искључиво у складу са одредбама претходно наведеног закона јер би то било супротно сврси саме реорганизације јер измирење потраживања пре свега зависи од отплатног капацитета дужника, а на повериоцима је свакако право да за план гласају или не.

#### Пример 6:

Над дужником је усвојен унапред припремљени план реорганизације. У плану повериоци који имају потраживање према дужнику за чије обезбеђење су конституисана заложна права на имовини трећих лица нису били сврстани у посебну класу. Жалиоци су ту чињеницу истицали у жалбама на решење о потврђивању плана. Другостепени суд је из наведеног разлога укинуо првостепено решење.

#### Уместо закључка:

Из одредбе Закона о стечају која регулише на који начин и по којим критеријумима се формирају класе потраживања у плану реорганизације се може закључити да се класе не формирају само по основу различитих права и права приоритета намирења конкретних потраживања већ се омогућава формирање и додатних класа кад су карактеристике одређених потраживања у довољној мери слична да то оправдава да се иста издвоје у посебну класу. Повериоци који имају потраживања према стечајном дужнику за чије намирење је конституисано заложно право на имовини трећих лица оправдано могу имати другачије интересе у погледу намирења тих потраживања у односу на повериоце необезбеђених потраживања у чију класу су првобитно били сврстани. Из тог разлога је оправдано ова потраживања издвојити у посебну класу у плану будући да су иста у довољној мери карактеристична те да се у довољној мери разликују у односу на потраживања обичних необезбеђених поверилаца.

Висина новчаних износа или имовина која ће служити за потпуно или делимично намирење за сваку од класа потраживања као и средства која су резервисана за повериоце оспорених потраживања, начин измирења потраживања и динамика плаћања

4.3.17. Овај обавезни елемент плана у вези је са претходном тачком. Висина новчаних износа који ће се користити за намирење поверилаца и динамика њихове исплате обично се у пракси у плану наводи одмах иза прегледа потраживања сваке од класа, а везано за ту конкретну класу. У овом делу плана наводе се сви значајни елементи који описују намирење поверилаца, укупан износ потраживања по класи, проценат намирења класе, рок у коме ће се потраживања намирити, висину камате (уколико иста постоји), грејс период (уколико је примењив).

4.3.18. Поред тога, план реорганизације садржи и опис и начин намирења:

- а. трошкова који су настали у поступку стечаја (укључујући награду и накнаду трошкова стечајног управника),
- б. поверилаца чија су потраживања оспорена (не само у погледу услова њиховог намирења, нпр. окончање постојећег судског поступка, већ и средстава која су резервисана за њихово намирење),
- г. потраживања која ће настати по усвајању плана.

4.3.19. Када је у питању намирење потраживања по класама, план најчешће у овом одељку садржи и илустративни план отплате са износом сваке поједине рате која се исплаћује повериоцима сваке поједине класе. Међутим, важно је напоменути да по ставу судске праксе ово не представља обавезну садржину плана, већ је довољно да план садржи јасне податке о томе у којим роковима се потраживање измирује (или нпр колики је отпуст дуга уколико отпуст постоји), висину каматне стопе која се обрачунава на потраживања одређене класе и слично. Битно је да су подаци у плану у довољној мери јасни на начин да је обавеза стечајног дужника одређена или одредива, односно да не остављају простор за различита тумачења, те да се на тај начин повериоци пре гласања могу упознати са условима намирења својих (и туђих) потраживања, а са друге стране и да се омогући спровођење евентуалног принудног извршења<sup>5</sup> у складу са одредбама плана.

Опис поступка продаје имовине уз навођење имовине која ће се продавати са заложним правом или без њега и намену прихода од такве продаје

4.3.20. У овом делу плана наводи се имовина стечајног дужника намењена продаји у оквиру спровођења реорганизације (ако је то предвиђено као једна од мера реорганизације), уз детаљан опис поступка такве продаје. Важно је да цео процес продаје буде детаљно описан како би се омогућило његово праћење од стране поверилаца односно лица које прати примену плана у њиховом интересу, али и да би дужник избегао приговоре и спорове са повериоцима, односно опструкцију, када једном приступи таквој продаји (нпр. да ли се имовина продаје у фазама, да ли се примењују правила лицитације или прикупљања понуда, да ли се почетна цена на лицитацији смањује у наредним фазама продаје, и сл). Поред самог поступка продаје, у плану је потребно навести и начин расподеле средстава од продате имовине - и то нарочито уколико се ради о неоптерећеној имовини.

4.3.21. Са друге стране, када је у питању имовина која је средство обезбеђења заложних поверилаца<sup>6</sup>, план не може предвидети располагања таквом имовином без њихове изричите сагласности будући да ти повериоци и не гласају о плану реорганизације. Ова категорија лица, стриктно гледано, нису повериоци стечајног дужника већ трећег лица, а према стечајном дужнику појављују се као носиоци заложног права<sup>7</sup>. Закон их веома јасно штити забраном да се планом дира у њихова заложна права и у право намирења из вредности средства обезбеђења, али им заузврат ускраћује право да о плану гласају.

Рокови за извршење плана реорганизације и рокови за реализацију мера плана реорганизације

4.3.22. Иако на први поглед делује да се ради о истим роковима, у овом одељку плана треба навести како рок извршења плана у целисти тако и рокове за сваку појединачну меру плана (нпр рок за уновчење имовине, рок за спровођење мере претварања потраживања у капитал итд).

<sup>5</sup> Према одредбама Закона о стечају, правноснажно усвојени план реорганизације јесте извршна исправа у корист сваког од поверилаца чија су потраживања обухваћена планом

<sup>6</sup> Повериоци који имају потраживање према трећим лицима, а за чије обезбеђење плаћања је конституисано заложно право на имовини стечајног дужника. Ова категорија је прво створена у судској пракси, а накнадно је и законски препозната и уређена, кроз измене Закона о стечају из 2017. године.

<sup>7</sup> Стога и не постоји класа потраживања у коју се разврставају потраживања заложних поверилаца.

Назначење да се усвајањем плана сва права и обавезе поверилаца дефинишу искључиво у складу са одредбама плана укључујући и ситуацију у којој план није у потпуности извршен односно у којој се извршење плана обуставља

4.3.23. Овај елеменат плана тј законска одредба која на њега упућује је императивна што значи да је важно да сваки план реорганизације садржи ову одредбу. Ово је од значаја управо из разлога што усвојени план реорганизације представља извршну исправу на основу које се може тражити и спровести принудно извршење. Уколико план ову одредбу не садржи суд би након његовог претходног испитивања требало предлагачу да наложи да план уреди уношењем овог обавезног елемента. Ово је важна одредба јер у случају да дође до неизвршавања усвојеног плана и отварања стечаја над друштвом које је субјект реорганизације, дужник ће повериоцима одговорати за онај износ обавеза које су утврђене у плану, а не за износ обавеза по претходним правним пословима који су постојали пре усвајања плана. На ову одредбу плана суд пази по службеној дужности.

Списак чланова органа управљања и износ њихових накнада

4.3.24. Овај елеменат плана је прилично јасан - у плану се наводе чланови органа управљања друштва и износ накнада које им се за то исплаћују.

Списак стручњака који ће бити ангажовани и износ накнада за њихов рад

4.3.25. Овај елеменат плана не захтева посебну анализу. Списак стручњака ће углавном зависити од врсте делатности којом се друштво бави.

Име независног стручног лица које ће пратити спровођење плана у интересу свих поверилаца обухваћених планом и начин на који ће то лице обавештавати повериоце о спровођењу плана, износ и динамику исплате награде за његов рад, уз навођење поступка за његову промену

4.3.26. Уобичајено, у пракси независно стручно лице које прати спровођење плана је стечајни управник или вештак одговарајуће струке. Међутим, Закон о стечају не наводи да ли се ради о правном или физичком лицу из чега се може закључити да то суштински може бити и физичко и правно лице. Уколико би за независно стручно лице било одређено правно лице, то правно лице ће пратити спровођење плана преко одговарајућих физичких лица која такође морају бити независна и стручна, односно оспособљена за обављање послова одређене струке. У том случају би се награда која припада стручном лицу за праћење и спровођење плана одређивала у односу на правно лице. Поред тога што је важно да се у

плану наведе износ и динамика исплате награде који припада стручном лицу, важно је и уредити поступак у коме се ово лице може променити (нпр у случају разрешења на лични захтев или разрешења од стране друштва). Када је у питању разрешење на захтев друштва потребно је навести разлоге у којима може доћи до њега као и начин одлучивања којим се на његово место именује ново независно стручно лице. Уколико би током трајања примене плана дошло до промене овог лица, предлагач плана би био дужан да о измени плана у делу одређеног стручног лица (и разлога за исто) достави обавештење повериоцима који су обухваћени планом реорганизације. Уколико ово лице нпр не би обављало своје дужности извештавања поверилаца у планом одређеним роковима, суд не би био надлежан да одређује ново независно стручно лице будући да усвајањем плана надлежност суда да врши контролу његовог спровођења престаје. Именовање новог лица би се спровело на начин и по процедури предвиђеној планом, а надлежност суда би се конституисала тек уколико би повериоци поднели предлог за покретање поступка стечаја (због непоступања по усвојеном плану), па би суд у том новом поступку могао да ангажује стручно лице ради утврђивања чињеница од значаја за оцену постојања стечајног разлога током претходног стечајног поступка.

Годишњи финансијски извештаји за претходне три године са мишљењем ревизора уколико су били предмет ревизије

4.3.27. Финансијски извештаји који чине саставни део плана су извештаји које друштво иначе усваја у редовном току пословања. Уколико је у питању средње или велико правно лице уз извештаје се прилаже и мишљење ревизора док микро и мала правна лица немају обавезу ревизије финансијских извештаја тако да прилагање мишљења ревизора није њихова обавеза.

Финансијске пројекције, укључујући пројектовани биланс успеха, биланс стања и извештај о новчаним токовима за период извршења плана реорганизације

4.3.28. Овај елеменат плана је значајан будући да служи како би поткрепио финансијску изводљивост плана и мера које план предвиђа. Другим речима, улога финансијских пројекција као обавезног елемента плана реорганизације је та да се на основу њих утврди да ли су мере предвиђене планом, пре свега оне које се тичу отплатног капацитета ка повериоцима, спроводљиве и да ли ће друштво бити у финансијској позицији да те мере реализује. У том смислу ове пројекције су значајан показатељ повериоцима који гласају о предложеном плану.

Процена вредности имовине стечајног дужника као и процена новчаног износа намирења које би се остварило спровођењем банкротства и спровођењем реорганизације за сваку од класа потраживања посебно, израђену од стране овлашћеног стручног лица (проценитеља) у складу са националним стандардима за управљање стечајном масом, не старију од 12 месеци

4.3.29. Како је наведено изнад, процена вредности имовине је обавезан саставни део плана. Процена имовине је важна јер представља полазну основу за вредности по којој ће се имовина уновчавати у току реорганизације (уколико је предвиђена њена продаја). Са друге стране, процена новчаног износа намирења који би се остварио реорганизацијом и банкротством је значајна будући да основни предуслов за спровођење реорганизације је управо тај – повољније намирење поверилаца у односу на банкротство. У наставку ове радне свеске биће више речи о методологији, начину и резултатима овог поређења. Ово поређење врши се за сваку од класа потраживања посебно. И процена вредности имовине, као и процена износа намирења треба да буду сачињене од стране овлашћеног проценитеља у складу са националним стандардима за управљање стечајном масом и не смеју бити старије од 12 месеци. Више о процени имовине као и поређењу степена намирења кроз банкротство и реорганизацију биће у наставку ове радне свеске.

### **Судска пракса у вези поређења намирења кроз банкротство и реорганизацију**

#### **Пример 7:**

Над дужником је усвојен унапред припремљен план реорганизације. У жалбама на решење којим је потврђено усвајање плана повериоци су истицали (између осталог) да дужник није дао адекватно образложење повољнијег начина намирења путем реорганизације у односу на банкротство, а на шта су повериоци указивали и у својим примедбама на план током поступка. Првостепени суд је у решењу којим је констатовао усвајање плана навео да се предлагач изјаснио на примедбе поверилаца у погледу повољнијег начина намирења те да је суд прихватио изјашњење предлагача. Другостепени суд је укинуо првостепено решење.

#### **Уместо закључка:**

По становишту другостепеног суда, не може се прихватити паушално изјашњење предлагача по коме исти сматра да је реорганизација повољнији начин намирења у односу на банкротство. Изјашњење мора бити поткрепљено чињеницама и то за сваку од класа потраживања.

Такође, у надлежности је суда да пази на ову чињеницу која представља основни предуслов за спровођење реорганизације те самим тим суд не може само констатовати да је предлагач доказао оправданост спровођења реорганизације. У реорганизацији мора доћи до повољнијег новчаног намирења за повериоце у односу на банкротство, а што треба да потврди и процена независног стручног лица (проценитеља) која представља обавезни елемент плана. Како би се степен намирења проценио није довољна изјава предлагача у којој он тврди да је могућ наставак пословања на основу улагања будућег инвеститора, закључења будућих послова и сл, те да ће исто бити повољније за повериоце у односу на банкротство, а уколико такво изјашњење није јасно образложено и поткрепљено одговарајућим доказима. У надлежности је суда да на ово пази по службеној дужности.

### Датум почетка примене плана реорганизације и рок спровођења плана

4.3.30. План мора садржати датум почетка његове примене који не може бити пре његове правоснажности. Уједно, потребно је нагласити и рок у коме ће се план спровести и који по закону не може бити дужи од 5 година уз напомену да то не значи да рок отплате повериоцима за које план предвиђа отплату у ратама, измене рокова доспелости или других услова кредита (нпр измена каматне стопе и сл) не може бити дужи од 5 година. Исто важи и за промењене рокове доспелости дужничких хартија од вредности који такође могу бити и дужи од 5 година.

### Предлог за именовање чланова комисије поверилаца ако је планом предвиђено њено постојање

4.3.31. Комисија поверилаца није орган који се мора обавезно именовати планом реорганизације. Уколико пак постоји, у надлежности ове комисије је углавном доношење одлука о појединим питањима која се тичу интереса поверилаца као што је на пример доношење одлука о продаји имовине дужника, смањењу цене у случају неуспешне продаје и сл. Чланови ове комисије су углавном већински повериоци у класама.

### Подаци о лицима која по основу плана реорганизације постају чланови правног лица

4.3.32. Овај елемент плана се јавља последично услед мере претварања потраживања у капитал друштва. У таквим случајевима план мора садржати и процену капитала сачињену од стране овлашћеног стручног лица (проценитеља), која не сме бити старија од 6 месеци.



Подаци о лицима која су повезана са стечајним дужником у смислу Закона о стечају

4.3.33. Подаци о повезаним лицима чине посебан елемент плана будући да исти не гласају о плану и чине посебну класу поверилаца која се намирају на исти начин и под истим условима као и потраживања у чијем би исплатном реду било разврстано њихово потраживање. Важно је споменути да се однос повезаности утврђује према критеријумима које прописује Закон о стечају, а не Закон о привредним друштвима. О ставовима суда у погледу повезаних лица и њиховом гласању о плану реорганизације биће више речи у наставку ове радне свеске.

4.4. Поред горе наведених обавезних елемената плана, Национални стандард бр. 6 предвиђа да као обавезан елемент плана стечајни управник сачињава прелиминарну листу радњи стечајних дужника које би могле бити предмет побијања у стечајном поступку, односно уколико утврди да истих нема, о томе обавештава повериоце. Оваква листа служи како би повериоци знали да ли би се евентуално могло очекивати увећање имовине стечајног дужника која би послужила њиховом намирењу у случају успешног побијања. Такође, уколико план није поднет од стране стечајног управника, управник судији и одбору поверилаца доставља мишљење о изводљивости плана. Међутим, чак и уколико је ово мишљење негативно, судија није овлашћен да због тога план одбаца већ се истим само бити упознати повериоци како би га имали у виду приликом гласања о плану.

4.5. По одредбама Закона о стечају напред наведени елементи чине обавезан саставни део плана те је суд дужан да уколико у поступку његовог претходног испитивања утврди да план не садржи неки од обавезних елемената предлагачу наложити њихово отклањање (уколико су у питању отклоњиви недостаци), те уколико предлагач недостатке не отклони, одбацити поднети план реорганизације. Међутим, судска пракса односно ставови суда у погледу отклоњивих односно неотклоњивих недостатака плана (од чега зависи да ли ће суд наложити уређење или одмах одбацити поднети план) су различити о чему ће више речи бити у наставку.



## **5. СТАНДАРДИ И МЕТОДОЛОГИЈА ПРОЦЕНЕ У СРБИЈИ**

5.1. У животном циклусу некретнина, постројења и опреме често се јавља потреба за проценом њихове вредности, било да су у власништву привредног субјекта и представљају њихово основно средство или да су у власништву физичког лица. Сврха процене варира зависно од потреба власника па се могу навести неке најчешће сврхе: за сврху финансијског извештавања, за сврху израде УППР-а, за сврху уновчења имовине стечајног дужника, за сврху теста умањења вредности ОС (МРС 36), за сврху купопродаје, спајања уз припајање правних лица, раздвајање правних лица, обезбеђивање банкарских кредита, експропријација и слично.

5.2. Било да је у питању законска процена (процена захтевана неким законом) или процена на отвореном тржишту, најчешће ће бити потребно да се процени тржишна вредност или фер вредност, односно купопродајна цена непокретности (НПО) применом приступа и методологије које су одавно установљене најбољом праксом у земљама развијеног света (либерални капитализам) а затим пренете и у земље које су дуго имале диктирану односно нетржишну економију.

5.3. Дефиниција тржишне вредности као и осталих основа вредности које нису базирани на тржишној вредности су дате у најрелевантнијим стандардима процене као што су: међународни стандарди процене ИВС (Комитет за међународне стандарде вредновања (IVSC), европски стандарди процене ЕВС, ЕВС МЕ (Европски савез удружења проценитеља (ТЕGOVA)), краљевски институт овлашћених проценитеља RICS Global Standards (RICS).

5.4. Када је у питању процена вредности непокретности, 2017. године је у Србији имплементиран Закон о проценитељима непокретности као и пратећа подзаконска акта (нпр. Правилник о националним стандардима процене непокретности и етички кодекс). Процена за сврху стечаја је једна од законом дефинисаних сврха процене непокретности када је неопходно ангажовати лиценцираног проценитеља.

5.5. Процена за сврху стечаја представља законску процену јер се врши у складу са Законом о стечају. Процена непокретности за сврху стечаја осим Закону о стечају подлеже и Закону о проценитељима непокретности. У свом раду, проценитељ ће установити и шири релевантан законски оквир којим се регулише планирање, изградња, промет, упис у катастар, конверзија, експропријација непокретности.

5.6. Уколико се применом Закона о стечају, као основни оквир за процену непокретности за сврху стечаја, установи одступање од Правилника о националним стандардима за процену непокретности (на пример основе вредности које не постоје у овим стандардима или нису дефинисане на исти начин) проценитељ је дужан да наведе у свом извештају одступање од националних стандарда процене вредности.

5.7. Имајући у виду да се стечај спроводи банкротством или реорганизацијом, стечајни управници морају ангажовати стручно лице за процену имовине и капитала стечајног дужника, па је неопходно да познају:

- а. законски и професионални оквир за проценитеље разних профила,
- б. стандарде процене који су расположиви и у оквиру којих се ради процена разних врста имовине и капитала,
- в. расположивост квалификованих и компетентних проценитеља на тржишту као и доказе којим се доказује њихова квалификација и компетентност

5.8. Након адекватног избора стручног лица за процену, стечајни управник се налази пред изазовом разумевања извештаја процене и оцене да ли је процена заиста извршена у складу са релевантним стандардима.

5.9. Уговор (о консултантским услугама) који се склапа између наручиоца процене тј. стечајног управника и проценитеља неопходно је да садржи услове ангажовања, између осталог:

- а. тачно дефинисан предмет процене,
- б. дефинисане стандарде који представљају оквир за процену,
- в. дефинисан основ вредности,
- г. дефинисан ефективни датум процене,
- д. име одговорног проценитеља, име лица које је извршило инспекцију непокретности

5.10. У наставку радне свеске фокусираћемо се на:

- а. преглед расположивих стандарда процене у Србији,
- б. преглед расположивих професионалних ознака као показатељ квалификација стручног лица за процене,
- в. главне приступе и методологије процене непокретности и опреме, и
- д. «студије случаја» (процена непокретности и опреме).

### 5.11. Преглед расположивих стандарда процене у Србији



5.11.1. Професионални оквир процене вредности пословања, материјалне и нематеријалне имовине и обавеза подразумева поштовање правила најбоље праксе која су садржана у стандардима процене као и поштовање етичког кодекса односно професионалног понашања проценитеља. Стандардима процене се уређују поступци које проценитељ мора, треба и може да предузме како би сачинио поуздану процену вредности. Кључне стручне организације које објављују стандарде процене који су примењиви у Европи и Србији су:

- а. Комитет за међународне стандарде процене (IVSC),
- б. Европски савез удружења проценитеља (TEGOVA),
- в. Краљевски институт овлашћених проценитеља (RICS) - сада RICS глобални стандарди се ослањају на IVS стандарде.

5.11.2. Горе наведене организације су обухваћене и Законом о проценитељима непокретности као релевантне међународне организације за стандарде процене.

5.11.3. IVSC сваке две до четири године објављује ново, унапређено издање стандарда процене (IVS). Ови стандарди садрже опште стандарде за све врсте материјалне и нематеријалне имовине и обавеза као и појединачне стандарде процене за сваку врсту имовине посебно (стандард за процену пословања, нематеријалне имовине, непокретности, покретне имовине, финансијске имовине, залиха, обавеза итд.). IVSC не сертифицира/потврђује квалификације проценитеља тј. не издаје сертификате који би сведочили о стручности проценитеља.

5.11.4. TEGOVA сваке четири године објављује ново издање стандарда процене. Током деведесетих година прошлог века објављени су први европски стандарди процене за непокретности (EVS). У 2020. години објављено је прво издање европских стандарда процене за процену пословања (EBVS), а током 2022. објављени су први европски стандарди процене за процену постројења, машина и опреме (EVS PME). Овим је TEGOVA пружила потпуну подршку проценитељима у Европи и шире за израду квалитетних, квалификованих и поузданих процена. TEGOVA, односно удружења чланице TEGOVA са специјалним статусом, могу да издају у својим земљама сертификате проценитељима пословања, непокретности и проценитељима постројења, машина и опреме.

5.11.5. RICS, у складу са IVSC-ом, сваке две до четири године објављује ново, унапређено издање стандарда процене RICS global standards. Практично, суштина сваког новог издања RICS global standards је сведена на новитете у IVS стандардима, који су њихов саставни део. RICS не врши сертификацију квалификација и компетентности проценитеља већ врши пријем у чланство (чланови могу бити физичка лица и компаније).

5.11.6. Национално удружење проценитеља Србије (НУПС) је једина стручна организација која је члан IVSC (од 2009. године) и TEGOVA (од 2010. године) и у континуитету врши превођење стандарда процене које објављују ове две организације. Превођење се врши након што се стекне лиценца за превођење односно одобрење којим се осигурава да ће стандарди процене на локалном језику бити урађени у складу са захтевом аутора.

5.11.7. Приликом објављивања позива за достављање понуде за процену имовине и капитала стечајног дужника ради припреме плана реорганизације, у оквиру конкурсне документације наводи се да процена треба да се изврши у складу са Међународним стандардима финансијског извештавања - МСФИ. Међутим, МСФИ није једини адекватан нити једини релевантан оквир за вршење процене иако један од МСФИ (МСФИ 13) садржи стандард за одмеравање фер вредности нефинансијске и финансијске имовине.

5.11.8. Уз МСФИ неопходно је поставити услов да се процена врши у складу са неким од следећих међународно препознатих стандарда за које постоји превод на српски језик:

- а. IVS међународни стандарди процене (покрива све врсте имовине и релевантан је за процену појединачних врста имовине као и за процену пословања). Последње издање IVS ће бити у примени од 1. јануара 2025 а до тада у примени је IVS 2022,
- б. EBVS -европски стандарди процене за процену пословања,
- в. EVS европски стандарди процене за процену непокретности,
- г. EVS PME европски стандарди процене за процену постројења, машина и опреме-превођење на српски језик је у току, верзија на енглеском језику доступна бесплатно на webiste TEGOVA.

## **5.12. Преглед расположивих професионалних ознака као показатељ квалификација стручног лица за процене**

5.12.1. Располагање професионалним сертификатом које неко лице стиче код стручне организације је доказ послодавцима и клијентима да је то лице постигло одређени стандард и ниво рада у области своје стручности

5.12.2. Слично важи и за лиценце које се по правилу стичу код релевантних државних органа или тела.

5.12.3. У области процена пословања, у Србији су меродавне следеће професионалне ознаке:

- а. ASA (члан American Society of Appraisers за процену пословања,
- б. REV BV -европски препознат проценитељ пословања,
- в. MRICS - члан краљевског института овлашћених проценитеља за област процене пословања,
- г. Судски вештак за економску област (ово је доста широка област која може обухватити стручњаке у разним економским сегментима, не обавезно и процене пословања)

5.12.4. У области процене непокретности, у Србији су меродавне следеће професионалне ознаке:

- а. лиценца за проценитеље непокретности, издата од стране министарства финансија,
- б. REV- европски препознат проценитељ непокретности,
- в. MRICS – члан краљевског института овлашћених проценитеља за област процене непокретности,
- г. судски вештак са специјалношћу у области процене непокретности.

5.12.5. У области процене постројења, машина и опреме, у Србији су меродавне следеће професионалне ознаке:

- а. MRICS - члан краљевског института овлашћених проценитеља за област процене постројења, машина и опреме,
- б. REV PME - европски препознат проценитељ постројења, машина и опреме (у припреми).

5.12.6. Ово су професионалне ознаке и могу их користити само појединци који су испунили релевантне стандарде професионалних организација и лиценцих тела која врше надзор над њиховим радом. Неке ознаке су националне а неке међународне.

5.12.7. Проценитељ мора испунити услове за одржавање професионалне ознаке па је стога важно да стечени сертификат или лиценца буде ажурно обновљена и валидна на датум уговарања услова ангажовања и на датум процене.

5.12.8. За одржавање свих напред наведених професионалних ознака, осим решења о именовану вештака, неопходан је доказ о континуираној професионалној едукацији и професионално осигурање.

5.12.9. У пракси, у не малом броју случајева, наручиоци процена нису сигурни који профил проценитеља је неопходан за извршење задатка. На пример у судским споровима судије ће често позвати судског вештака економске струке за финансијски део процене а судског вештака грађевинске струке за грађевински део у смислу трошка градње, оцене квалитета објекта и слично, иако лиценцирани проценитељ непокретности мора поседовати и економска и рачуноводствена знања као и примену приходовног приступа процени (на пример ДНТ метода).

5.12.10. На пример, стечајни управник ће позив за достављање понуде за израду процене вредности целокупне имовине и процене стечајног дужника као правног лица и давање мишљења о целисходности продаје, упутити позив најчешће вештаку економске струке као носиоцу пројекта. Јасно је да вештак економске струке неће вршити процену непокретности, постројења, машина и опреме ради утврђивања целокупне вредности имовине.

5.12.11. Ниже је дат преглед различитих врста средстава и надлежност проценитеља.

Када су потребни проценитељи различитих специјалности?		
Предмет процене	Потребно знање	Потреба за проценитељима других специјалности
<b>непокретности</b>		
једноставне непокретности (стан, пољопривредно земљиште, пословне зграде, грађевинско земљиште за развој..)	општа едукација за проценитеље, вештине и искуство у проценама, познавање тржишта	не
комплексне непокретности које су неодвојиви део пословања које се одвија у њима-процена приходовним приступом (рудници, каменоломи, бањски комплекси, бензинске станице, силоси са постројењем, ветро паркови, соларна поља, хотели..)	осим општег знања проценитеља непокретности потребно је и вештина анализе финансијских извештаја и индикатора перформанси правног лица, анализа конкуренције у истој грани делатности, познавање тржишта, вештина и искуство у проценама	често проценитељпословања; проценитељмашина и опреме
<b>постројења, машине и опрема</b>		
једноставне машине	општа едукација за проценитеље, вештине и искуство у проценама, познавање тржишта	не
постројења, производне линије који се процењују приходовним приступом	осим општег знања проценитеља машина и опреме потребно је и вештина анализе финансијских извештаја и индикатора перформанси правног лица, анализа конкуренције у истој грани делатности, познавање тржишта, вештина и искуство у проценама	често проценитељпословања
<b>пословање</b>		
процена трошковним приступом	општа едукација за проценитеље пословања, вештине и искуство у проценама, познавање тржишта	проценитељнепокретности; проценитељмашина и опреме
процена приходовним приступом	општа едукација за проценитеље пословања, вештине и искуство у проценама, познавање тржишта	

### 5.13. Главни приступи и методологије процене НПО

5.13.1. Процена је активност или процес доношења мишљења или закључка о вредности средства, исказане на бази утврђене основе вредности и на одређени датум, усклађена са релевантним стандардима процене и/или релевантним законом.

5.13.2. Најчешће коришћена основа вредности јесте тржишна вредност. Дефиниција тржишне вредности је усаглашена код свих међународно препознатих стандарда процене као и национални стандарди процене непокретности:

*„Тржишна вредност је процењени износ за који би неко средство или обавеза требало да се размени на датум процене вредности између вољног купца и вољног продавца, у трансакцији између независних и неповезаних страна, после одговарајућег маркетинга, при чему је свака страна деловала уз довољно сазнања, опреза и без принуде.“*

5.13.3. Одређивање најбоље и најисплативије употребе обухвата разматрање следећих тачака:

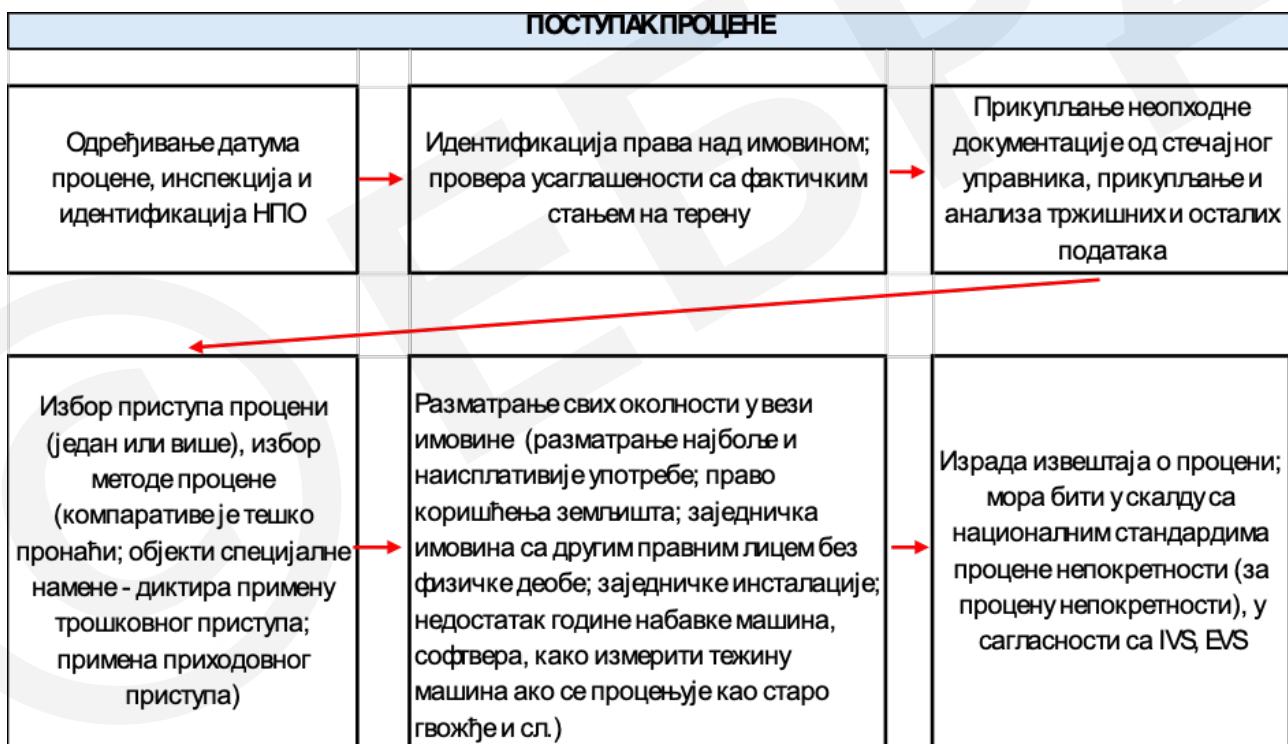
- а. Утврдити да ли је употреба физички могућа, узимајући у обзир оно што би се сматрало разумним од стране учесника на тржишту,
- б. Испитати услове да буде правно допуштена, при чему би требало узети у обзир било каква законска ограничења на употребу средства, на пример, потребно је размотрити зонирање земљишта као и могућност да ће услови зонирања бити промењени,
- в. Захтев да употреба мора бити финансијски изводљива обухвата разматрање питања да ли би алтернативна употреба која је физички могућа и правно допуштена могла

да генерише довољно приноса за типичног учесника на тржишту, тј. више од приноса који даје садашња употреба, узимајући у обзир трошак промене употребе.

5.13.4. Од јула 2023. године, када су усвојени нови национални стандарди за процену непокретности, дошло је до одступања у дефинисању најбоље и најисплативије употребе непокретности у односу на остале међународно препознате стандарде процене (IVS, EVS, RICS).

5.13.5. Код процене имовине за сврху израде плана реорганизације, процена се врши на бази тржишне односно фер вредности.

5.13.6. Неопходне активности на утврђивању вредности имовине су:



5.13.7. Сходно међународно препознатим стандардима процене (IVS, EVS, RICS) и националним стандардима процене непокретности, главни приступи процени су:

- а. тржишни приступ,
- б. приходовни приступ, и
- в. трошковни приступ.

5.13.8. Ови приступи процени се односе на све врсте имовине и капитала. Одабир приступа процени за неку имовину има за циљ да

пронађе метод процене који највише одговара у одређеним околностима. Ниједан метод није погодан за сваку могућу ситуацију. Процес одабира треба да се размотри, у контексту:

- а. одговарајуће предности и слабости могућих приступа процени и метода,
- б. прикладности сваког метода обзиром на природу средства и приступе и методе које користе учесници на релевантном тржишту, и
- в. доступности поузданих информација потребних за примену методе (метода).

5.13.9. Када различити приступи и/или методе резултирају великом разликом у индикацијама вредности, проценитељ треба да предузме кораке којима ће разумети зашто се индикације вредности разликују, јер уобичајено није примерено једноставно пондерисати две или више дивергентне индикације вредности.

5.13.10. **Тржишни приступ** обезбеђује индикацију вредности поређењем имовине са идентичном или упоредивом (сличном) имовином за коју је информација о цени доступна. Када се упоредиве информације са тржишта не односе на тачно исту или значајно исту имовину, проценитељ мора извршити упоредну анализу квалитативних и квантитативних сличности и разлика између упоредивих имовина и предметне имовине. Често ће бити неопходно прилагођавање на основу ове упоредне анализе. Та прилагођавања морају бити разумна и проценитељи морају документовати разлоге за корекције и на који начин су квантификоване.

5.13.11. **Приходовни приступ** обезбеђује индикацију вредности претварањем будућег новчаног тока у јединствену садашњу вредност. Према приходовном приступу, вредност имовине се одређује у односу на вредност прихода, новчани ток или уштеду трошкова које генерише средство. Приходовни приступ треба применити у следећим околностима:

- а. способност средства да генерише приход је критични елемент који утиче на вредност, из перспективе учесника, и/или
- б. за предметну имовину су на располагању разумне пројекције о износу и временском распореду будућег прихода, али је мало, ако их уопште има, релевантних тржишних компаратива.

5.13.12. **Трошковни приступ** даје индикацију вредности користећи економски принцип да купац неће платити за имовину више него што би коштало да набави имовину једнаке корисности, било куповином или изградњом, осим ако нису присутни фактори непримереног временског рока, неповољности, ризика или неких други фактори. Приступ даје индикацију вредности израчунавањем садашњих трошкова замене или репродукције имовине и умањењем за физичко пропадање и све друге релевантне форме застарелости. Трошковни приступ треба применити у следећим околностима:

- а. учесници на тржишту су у могућности да поново направе имовину са истом или скоро истом употребљивошћу као што је предметна имовина, без регулаторних или законских ограничења,
- б. имовина не генерише приход директно, а јединствена природа те имовине чини приходовни или тржишни приступ неприменљивим

## 5.14. Студија случаја - процена хотела

5.14.1. Када је у питању процена вредности непокретности, хотели се разликују од многих других врста некретнина, јер представљају оперативну имовину. То значи да постоје фактори које треба узети у обзир при одређивању вредности хотела а који се не узимају у обзир за друге врсте комерцијалних некретнина. Приликом ангажовања проценитеља за процену вредности хотела често ће бити потребно ангажовати и проценитеља непокретности и проценитеља машинске струке.

### 5.14.2. Одабир одговарајућег приступа процени и методе процене

У поређењу са проценом многих врста комерцијалних некретнина, које су обично засноване на приходу од закупа, процена хотела се врши коришћењем профитне методе. Стога, вредност хотела се заснива на приходу који може да се оствари из оперативности/рада тог хотела. Оперативност хотела, између осталог, омогућавају:

- а. дозволе за рад и категоризација хотела,
- б. обучена радна снага и почетни обртни капитал,
- в. земљиште, објекат,
- г. опрема, намештај, инвентар,
- д. уговор са менаџером, оператером, франшиза,

5.14.3. Међународни стандарди за процену IVS као и Европски стандарди за процену непокретности EVS, дају опширна правила за примену приносног приступа и методологија које су везане за овај приступ.

5.14.4. Када је у питању профитна метода, међународни стандарди за процену IVS 022 наводе:

„60.2. За неке некретнине, способност стварања прихода од некретнине је блиско повезана са одређеном употребом или делатношћу/привредном активношћу (на пример, хотели, голф терени итд.). Када је објекат погодан само за одређену врсту привредне делатности, приход се често односи на стварне или потенцијалне новчане токове које би стицао власник тог објекта из привредне активности. Коришћење потенцијала за привредну активност у некретнини како би се индиковала њена вредност често се назива „профитни метод“.

60.3. Када приход који се користи у приходовном приступу представља новчани ток из пословне/привредне активности (а не новчани ток који потиче од примања закупнине, накнаде за одржавање и друге трошкове повезане са некретнинама), проценитељ такође треба да поступа, када је прикладно, у складу са ИВС 200 Капитал и удели, а где је примењиво и, ИВС 210 Нематеријална средства.“



5.14.5. Хотели се купују и продају у својој оперативности, па се њихова вредност заснива на "going concern" вредности односно потенцијалне добити из пословања а пре обрачуна камате на позајмице, корпоративног пореза и амортизације (ЕБИТДА).

#### 5.14.6. Кратак опис профитне методе

У овој методи, анализирају се бројни финансијски фактори како би се утврдило колики профит би постигао просечан оператер сличног хотела на истом тржишту.

5.14.7. Да би се дошло до пројекције оперативних прихода и оперативних расхода хотела, проценитељ ће анализирати индикаторе перформансе хотела уназад 5 година као на пример постигнута попуњеност хотела кроз сезоне на годишњем нивоу, постигнуте цене ноћења, тренд раста цене ноћења, тренд раста попуњености хотела кроз године, трендове оперативних трошкова, CAPEX-е, нето оперативне приходе и слично.

5.14.8. Финансијски фактор који се користи назива се нето оперативни приход. Проценитељ примењује уобичајено технику дисконтованих новчаних токова јер је то добра техника код променљивих прихода и расхода у одређеном временском периоду.

5.14.9. Прорачун се може поделити у две фазе:

Фаза 1- Пројекција оперативних прихода и оперативних расхода за 5-10 година њихово дисконтовање прорачунатом дисконтном стопом за хотелску индустрију.

Фаза 2 – За преостали период до у бесконачност претпоставља се константни приход/профит и капитализује се тзв. излазном стопом и на тај начин се добија такозвана резидуална вредност. Дисконтовањем резидуална вредност се враћа на садашњу вредност тј. на датум процене.

5.14.10. Садашња вредност свих новчаних токова – Фаза 1 заједно са садашњом вредношћу резидулане вредности -Фаза 2 даје нам вредност хотела.

#### 5.14.11. Компоненте вредности хотела

Применом приносног приступа тј. профитне методе, резултат процене садржи у себи вредност свих компоненти пословања сваког хотела:

- Земљиште
- Објекат
- Опрема, намештај, инвентар
- Нематеријална имовина (ако је има)

5.14.12. Често ће за сврху израде плана реорганизације бити неопходно да се уради алокација вредности хотела на његове компоненте. Том приликом је неопходно ангажовати квалификоване проценитеље непокретности и проценитеље опреме. Најчешћа компонента са највећим учешћем у укупној вредности хотела је објекат + земљиште, затим опрема, намештај и инвентар и на крају нематеријална имовина („good will“) ако је има.

#### 5.14.13. Процена објекта и земљишта

За сврху расподеле процењене вредности хотела профитном методом на вредност објекта и земљишта најчешће се користи трошковни приступ и тржишни приступ.

5.14.14. Применом методе трошкова замене, проценитељ непокретности одређује просечну цену изградње хотелског објекта по метру квадратном бруто површине. Тако формирану набавну цену новог хотелског објекта проценитељ ће амортизовати физичком амортизацијом на основу сагледаног стања објекта.

5.14.15. За процену грађевинског земљишта проценитељ ће применити тржишну методу водећи рачуна о селекцији упоредивих трансакција тј. компаративи који се користе морају бити у истој намени, сличне површине, сличне локације и да је трансакција била на приближан датум процене.

#### 5.14.16. Процена опреме, намештаја, инвентара

Хотелску опрему, између осталог, чине постројења за грејање, хлађење, вентилацију, пречишћавање воде у базенима, кухињска опрема, опрема у перионицама, лифтовска постројења, сигурносна опрема, намештај, ситан инвентар итд.

5.14.17. Процена ове врсте опреме, намештаја и инвентара се углавном ради трошковним и/или тржишним приступом. Користећи трошковни приступ, проценитељ одређује трошак замене новом опремом која се процењује, а затим примењује физичку амортизацију како би дошао до садашње вредности опреме. Када постоје поуздани извори података о прометима половне хотелске опреме, проценитељ може применити и тржишни приступ процени.

#### 5.14.18. Алокација односно расподела процењене вредности хотела профитном методом

Расподела се врши на следећи начин:

- а. У првом кораку ће проценитељ непокретности применом трошковног приступа одредити вредност објекта.
- б. У другом кораку ће проценитељ машинске струке применом трошковног приступа и/или тржишног приступа одредити вредност опреме, намештаја и инвентара.
- в. У трећем кораку преостала процењена вредност хотела се алоцира на грађевинско земљиште уз проверу вредности тржишним приступом процене.

#### 5.14.19. Процена нових хотела, без историје пословања

Приликом процене оваквих хотела, проценитељ ће податке за пројекцију прихода и трошкова пословања преузимати са тржишта. Из упоредивих хотела. Дисконтна стопа може бити нешто већа због ризика у новом бизнису. Након 4.године следи стабилизација прихода и тада се може кориговати дисконтна стопа тако да одговара хотелима који дуже послују на тржишту.

#### 5.14.20. Процена хотела који нису у функцији дуже време

У оваквим случајевима проценитељ непокретности ће применити резидуални метод у оквиру приносног приступа. Резидулани метод индикује резидулани износ након умањења свих познатих или предвиђених трошкова (потребних за стављање хотела у функцију и оперативност) од предвиђене вредности хотела у завршеном стању, након обухватања свих ризика. Проценитељ машинске струке у овом случају обезбеђује процену неопходне опреме, намештаја и инвентара.

Проценитељ ће утврдити:

- а. вредност некретнине као завршене (профитна метода),
- б. трошкове свих радова, консултаната, маркетинга, набавка опреме, намештаја...),
- в. временски оквир,
- г. трошкове финансирања,
- д. профит инвеститора,
- ђ. дисконтну стопу.

#### 5.14.21. Закључак

Хотели су неретко врста имовине која се појављује у стечајним поступцима и ова студија случаја треба да укаже на комплексност врста информација неопходних за процену, поступка израде процене као и најчешће потребе да се ангажују проценитељи непокретности и проценитељи опреме.

Привредна друштва која дуже време имају финансијске проблеме и пре уласка у стечајни поступак, врло мало улажу у одржавање објеката и опреме, што је неопходно када се ради о хотелима. Као последица тога посећеност хотелу значајно опада а цена ноћења може бити знатно испод тржишног нивоа. Све то указује на тренд смањења прихода и немогућност да се из редовног пословања хотела покрију сви оперативни трошкови, па би резидуална метода комбинована са профитном методом била неопходна за процену оваквих хотела.



## **6. ИДЕНТИФИКОВАЊЕ ЕКОНОМСКО-ФИНАНСИЈСКЕ ПОЗИЦИЈЕ ДРУШТВА, МЕРЕ РЕОРГАНИЗАЦИЈЕ И БИЗНИС ПЛАН**

## 6.1. Спровођење независне дијагнозе стања

6.1.1. Независну дијагнозу стања, односно преглед пословања у циљу идентификовања економско-финансијске позиције друштва обично иницирају банке, односно други повериоци, у ситуацијама када се разматра рефинансирање постојећих обавеза или постоји сумња у могућности дужника да редовно измирује своје обавезе о доспећу. Најчешће банке захтевају припрему овог прегледа у ситуацијама када дужник не поштује одређене обавезе предвиђене уговором о финансирању (covenants) па је потребно постићи договор о измењеним условима финансирања. Овај преглед обично припрема независно треће лице, попут ревизора/ финансијског односно менаџмент консултанта, који најчешће нема претходну пословну сарадњу са самим дужником.

6.1.2. Независна дијагноза стања обично нема претходно дефинисану структуру односно формат али најчешће обухвата следеће:

- а. Финансијску позицију друштва на дан прегледа – анализом биланса стања и посебно имовине се оцењује могућност отплате обавеза. У том смислу се често ради рачуна анализа ликвидности, солвентности, обрта и задужености како би се оценила текућа финансијска позиција и установиле критичне области које захтевају акцију;
- б. Краткорочне или средњорочне пројекције пословања друштва у будућности, са фокусом на биланс успеха и биланс новчаних токова ради процењивања ризика пословања;
- в. Целокупни бизнис модел и бизнис стратегију;

г. Тржишно и конкурентско окружење – кроз анализу позиције друштва на тржишту и посебно у односу на конкуренцију се оцењују његове предности односно недостаци; и

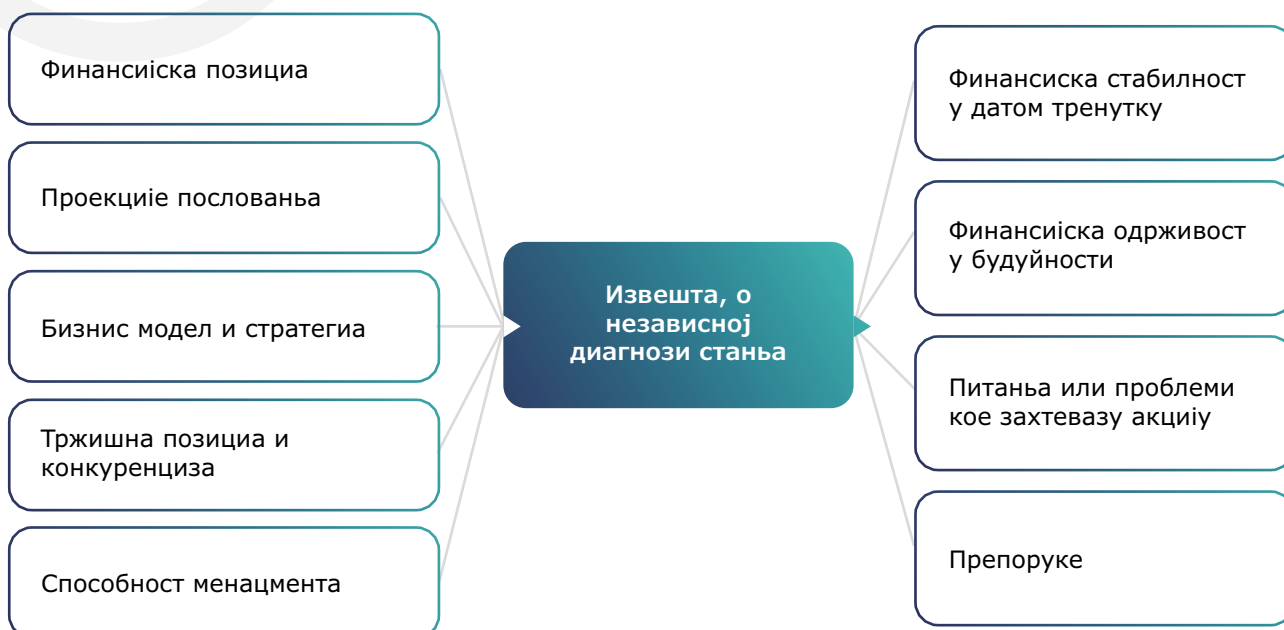
д. Способности менаџмента – у оквиру SWOT анализе<sup>8</sup>, идентификују се јаке и слабе стране, као и могућности и претње, на основу којих се може оценити да ли и у којим областима постоји простор за унапређење кроз корективне поступке менаџмента.

6.1.3. Менаџмент друштва треба да сарађује са независним стручњаком и обезбеди све релевантне информације и документацију како би се припремио квалитетан извештај. На основу овог прегледа, постиже се транспарентност у вези са нето имовином друштва, финансијском позицијом, пословним резултатима, као и тржишном позицијом и перспективом.

6.1.4. Независна дијагноза стања најчешће садржи информације и ставове у вези са:

- а. Стабилношћу друштва у одређеном временском тренутку;
- б. Његовом финансијском одрживошћу у блиској будућности;
- в. Било каквим потенцијалним или постојећим питањима/ проблемима која захтевају регулисање у циљу одржавања несметаног наставка пословања; и
- г. Свим препорукама које треба применити ради регулисања односно решавања идентификованих питања/ проблема. Ове препоруке могу обухватати читав низ оперативних и финансијских мера са планом активности за њихову примену.

## Оквирна структура Извештаја о независној анализи стања



<sup>8</sup> SWOT анализа представља технику стратегијског менаџмента путем које се уочавају стратегијски избори довођењем у везу снага и слабости друштва са шансама и претњама у екстерном окружењу

6.1.5. Након окончања анализе, независни стручњак припрема формалан извештај о независној дијагнози стања. Све препоруке наведене у извештају су обично предмет разговора између наручиоца извештаја, стручњака, менаџмента и власника друштва и евентуалних других заинтересованих страна. Менаџмент би требало да озбиљно узме у обзир налазе и препоруке извештаја о независној дијагнози стања као део део доброг управљања и корпоративне одговорности, и имајући у виду њихове фидуцијарне дужности према друштву. Препоруке је потребно имплементирати у циљу наставка подршке друштву-дужнику свих заинтересованих страна, посебно поверилаца.

6.1.6. С обзиром да је овај преглед објективан и непристрасан приказ тренутне финансијске позиције друштва, он пружа детаљну информативну основу за доношење одлука финансијера. Са друге стране, он такође даје власницима и менаџменту друштва неутралну оцену постојеће ситуације и одрживости пословног модела друштва.

Фокусирањем на установљена питања/ проблеме, може се направити листа приоритета са планом активности са постојећим људским и другим ресурсима у циљу унапређења пословања и потенцијално поправљања финансијске позиције.

6.1.7. Треба нагласити да у домаћој пракси израда Извештаја о независној дијагнози стања није широко распрострањена иако би вероватно, у одређеном броју случајева, његовом правременом изградом и доследном применом могло бити спречено даље погоршавање финансијске позиције дужника које у неком тренутку у будућности води ка покретању стечајног поступка.

6.1.8. Могуће је да се на основу Извештаја о независној дијагнози стања установи да је друштво у ризику и финансијским потешкоћама, у ком случају једна од препорука може бити отварање неке врсте поступка реорганизације, са свим могућим алтернативама.

6.1.9. У домаћем законодавству је предвиђена припрема извештаја о економско-финансијском положају дужника које припрема стечајни управник за потребе првог поверилачког рочишта. Према Закону о стечају и Националном стандарду бр. 3, извештај о економско-финансијском положају дужника садржи следеће елементе:

а. Основни подаци о стечајном дужнику који обухвата између осталог и преглед узрока који су довели до отварања стечаја, као и приказ остварених финансијских резултата у последњих 5 година пре отварања стечајног поступка;

б. Опис првих мера и активности које су предузете ради заштите имовине стечајног дужника;

в. Приказ имовине у власништву стечајног дужника или које користи стечајни дужник (укључујући и имовину у државини);

г. Преглед обавеза стечајног дужника на дан отварања стечаја према врсти и исплатном реду, на основу расположивих података;

д. Опис очекиваног исхода за случај банкротства стечајног дужника;

ђ. Закључак са предлогом стечајног управника о наставку стечаја банкротством или реорганизацијом;

Почетни стечајни биланс, припремљен у складу са Националним стандардом број 2 и план тока стечајног поступа са предрачуном трошкова и листу судских управних и других поступака у којима учествује стечајни дужник на дан отварања стечајног поступка.

6.1.10. Као што се може закључити из садржине овог извештаја, циљ је сагледавање постојећег економског и финансијског стања ради утврђивања односа укупног износа обавеза стечајног дужника и његове тренутне финансијске позиције као и изгледа за одржив наставак пословања у будућности. Реорганизација се предлаже у ситуацијама када још увек није у значајној мери нарушено нормално пословање, односно када укупан износ обавеза не премашује значајно вредност имовине стечајног дужника. У овом случају, реорганизацијом се обезбеђује повољније намирење поверилаца у односу на банкротство. Банкротство се спроводи над друштвом у коме нема услова за наставак обављања делатности, као и често где је вредност укупне имовине мања од вредности његових обавеза (негативан капитал), па се повериоци подмирују из стечајне масе продајом целокупне његове имовине.

Циљ стечајног поступка путем реорганизације јесте да се предузимањем одређених економско-правних мера од стране власника и поверилаца отклоне узроци који су довели до несолвентности привредног друштва и тиме створе услови на одржив наставак његовог пословања у будућности.

## 6.2. План реорганизације/(реструктурирања)

6.2.1. У складу са законом, реорганизација се спроводи ако се тиме обезбеђује повољније намирење поверилаца у односу на банкротство као и ако постоје економски оправдани услови за наставак пословања друштва-дужника. Реорганизација се спроводи према плану који се сачињава у писаној форми. У случају да дужник подноси план реорганизације истовремено са планом покретања стечајног поступка, ради се о унапред припремљеном плану реорганизације (УППР). Сматра се да дужник може најбоље да процени који начин решавања дужничко-поверилачких односа му највише одговара.

6.2.2. Израда плана реорганизације, односно реструктурирања, следи као резултат препорука изнетих у Независној дијагнози стања или на иницијативу самог друштва дужника, једног или више његових поверилаца, односно стечајног управника у ситуацијама када је регуларно

пословање већ значајно отежано. У том смислу, припрему плана може предузети само друштво-дужник или га поверити трећем лицу (најчешће финансијском консултанту) са потребним искуством како би се обавила детаљна анализа пословања у циљу идентификовања свих опција расположивих друштву у циљу поправљања његове финансијске позиције и ситуације и стварања предуслова за успостављање одрживог пословања у будућности.

6.2.3. Треба нагласити да је приликом припреме плана важно имати у виду различите интересе и очекивања свих заинтересованих страна, које обухватају власнике друштва, менаџмент, запослене, повериоце (укључујући банке, лизинг компаније, добављаче и државне органе), купце и крајње потрошаче (ако је применљиво), ширу друштвену заједницу и сл. Овим се утврђују основни параметри плана, испитује могућност постизања одређених компромиса и обезбеђује прихватљивост предложених мера у оквиру плана.

### Преглед најважнијих заинтересованих страна за план реорганизације



6.2.4. Поред тога, план реорганизације треба да обухвати обезбеђене, необезбеђене и приоритетне повериоце, добављаче и сл. како би се осигурала његова успешност. Финансијски повериоци често захтевају обезбеђење својих потраживања у виду чврстог колатерала, односно хипотеке над непокретном имовином и/ или залогне на покретном имовином и стога је њихова подршка плану веома важна за наставак пословања. Слично, повериоци који имају право приоритета, обично по основу

закона, такође учествују у процесу одобравања плана. Са друге стране, пословни повериоци – добављачи су често необезбеђени али без њихове подршке такође није могуће остварити планиране будуће приходе друштва.

6.2.5. План реорганизације може бити санациони, што значи да је његов циљ поновно успостављање финансијске равнотеже, чиме се обезбеђује ликвидност и солвентност друштва.

### **6.3. Утврђивање циљева и временског оквира за спровођење плана**

6.3.1. Потребно је на почетку дефинисати и циљ реорганизације, који може обухватати:

- а. наставак пословања у целини или одређеног дела;
- б. продаја бизниса као одрживог ентитета (going concern);
- в. продаја имовине или куповина нове имовине;
- г. измирење свих дуговања; и/или
- д. комбинација горе наведеног.

6.3.2. Такође је потребно утврдити и временски оквир за спровођење плана реорганизације. Дужи период примене плана повећава ризик како за друштво дужника, тако и за повериоце, имајући у виду различите непредвиђене околности које се могу десити током примене плана а које приликом његове припреме није било могуће предвидети. У том смислу, ново финансирање је често кључно за успешну примену стратегије реорганизације.

### **6.4. Потврђивање улазних података за припрему плана**

6.4.1. Законом је предвиђено да у случају УППР-а план реорганизације треба да садржи и ванредни извештај са мишљењем независног ревизора о финансијским извештајима дужника са стањем пословних књига утврђеним најкасније 90 дана пре дана подношења плана суду. Тиме се обезбеђује квалитет података који се користе за израду финансијских пројекција и бизнис плана, као и верификују износи потраживања поверилаца на основу којих се формирају класе.

6.4.2. У случају плана реорганизације у стечају, у оквиру Извештаја о економско-финансијском положају дужника је предвиђено да се да коментар о стању пословних књига и документације стечајног дужника, као и информација о степену поузданости и ажурности података у пословним књигама и документацији стечајног дужника. Ово је изузетно важно са становишта израде бизнис плана на реалним основама, као и да би се избегле манипулације власника односно менаџмента. Квалитет и ажурност података зависи од организације финансијско-рачуноводственог сектора у друштву-дужнику (чије активности могу бити поверене трећим лицима) и њихове сарадње са другим секторима у друштву.

6.4.3. Процена вредности имовине дужника је такође важан елемент плана реорганизације коју припрема овлашћени проценитељ у складу са националним стандардима за управљање стечајном масом. Потребно је нагласити да процена вредности не сме бити старија од 12 месеци од дана подношења плана. О процени вредности имовине било је више речи у претходној тачки ове радне свеске.

### **6.5. Средства (извори) за спровођење плана реорганизације**

6.5.1. Планом је такође потребно предвидети средства за његово спровођење. Средства за спровођење плана реорганизације могу бити обезбеђена путем докапитализације друштва дужника, повећања обима продаја путем интензивирања продајних активности на постојеће и проналажење нових купаца, активирања нових извора прихода, рефинансирања дуговања којима се ослобађају средства, нових кредита, издавањем у закуп или продајом имовине која није неопходна за обављање делатности, итд. Ново финансирање од постојећих или нових финансијера је често неопходно како би се омогућио наставак пословања и покрили трошкови процеса реорганизације (укључујући и накнаде стечајног управника и услуге пословног саветовања, ако је предвиђено).

У току стечајног поступка је могуће додатно задуживање под условом да се додатна средства прибављају за обављање редовне пословне активности, односно по добијеном одобрењу стечајног управника. Међутим, треба претпоставити да ће такво ново задуживање ићи теже јер су банке спремније да финансирају здраве компаније.

### **6.6. Садржина плана реорганизације**

6.6.1. Како је наведено у претходном тексту, садржину плана реорганизације детаљније прописују Закон о стечају и Национални стандард број 6 о подацима које треба да садржи план реорганизације. Важно је нагласити да план мора бити заснован на реалним основама, као и да не сме да буде заснован на неизвесном будућем догађају.

Пример 1: друштво-дужник је у плану навело да ће покренути поступак ради проланажења инвеститора који ће кроз докапитализацију унети додатна средства која су кључна за примену мера реорганизације.

Пример 2: бизнис планом је предвиђен раст прихода просечној годишњој стопи од 30% уз раст трошкова од само 10% годишње чиме се остварују марже нето добити које друштво-дужник никада није реализовало у свом пословању као ни друга друштва која послују у истом сектору.

6.6.2. Детаљнији преглед свих елемената плана реорганизације је дат у претходном делу ове радне свеске.

## 6.7. Формирање класа поверилаца

6.7.1. Приликом дефинисања улазних података за план реорганизације, потребно је такође обавити и детаљну анализу свих обавеза друштва-дужника на основу података из ванредног извештаја независног ревизора како би се формирале класе поверилаца. Као што је речено напред, повериоци могу бити обезбеђени и необезбеђени, приоритетни и неприоритетни, оспорени и неоспорени, повезана лица (власници и менаџмент), итд.

6.7.2. Приликом класификације се полази од правне природе потраживања и права која дају њиховим имаоцима у односу на друштво дужника. Треба имати у виду да повериоци истог правног положаја могу имати различите економске интересе, што може бити основа за даље рашчлањивање првобитно утврђених класа. На пример, неки повериоци могу бити више заинтересовани за наставак сарадње са друштвом дужником док је другима примарни интерес да наплате своја потраживања у што скоријем року. Прво се утврђују законске класе а затим се могу утврдити и додатне, уколико је то сврсисходно.

6.7.3. Први корак у дефинисању класа подразумева законом дефинисану одредбу према којој се сва потраживања деле по основу њихових разлучних права и права приоритета њихових потраживања према исплатним редовима. Такође, лица која су повезана за друштвом дужником чине посебну класу поверилаца који не гласају о плану реорганизације.

6.7.4. Могуће је такође формирање посебне административне класе у случају постојања најмање 100 потраживања са појединачним износима од највише 50.000 динара како би се та потраживања измирила по убрзаној процедури. Иако није експлицитно наведено у закону, формирање административне класе има смисла једино уколико се планом предвиђа обавеза потпуног намирења потраживања како би се остварило поједностављење поступка и уштеда времена и трошкова. За њено формирање је такође неопходно да постоји довољно расположивих средстава за исплату и да се прибави одобрење суда.

6.7.5. Сва потраживања исте класе морају бити намирена у истом проценту и на исти начин, односно намирење се мора извршити у истим роковима и истим средствима (на пример, сва потраживања једне класе ће се исплатити у новцу у року од 12 месеци).

6.7.6. Слобода приликом одређивања класа је законом ограничена на три начина:

а. забрана мешања подразумева да није дозвољено мешање потраживања између класа утврђених законом (нпр. потраживања запослених за неисплаћене нето зараде и потраживања банке по основу необезбеђеног кредита);

б. суштинска сличност подразумева да за сваку додатну класу мора бити испуњен општи критеријум за формирање класа и

в. одобрење, што значи да формирање додатних класа мора одобрити стечајни судија, када установи да су поделе у оквиру законских класа, да су потраживања суштински слична, односно да је подела била оправдана.

6.7.7. Треба имати у виду да се класе морају састојати од поверилаца чија права нису у тој мери различита да онемогућавају сарадњу у циљу остваривања заједничких интереса, као и да је циљ класификације да се повећа ефикасност реализације плана реорганизације и координације интереса свих учесника у поступку.

6.7.8. Међу обезбеђеним повериоцима, суштински су различита следећа потраживања:

- а. Потраживања обезбеђена различитом врстом обезбеђења (нпр. хипотеком и гаранцијом);
- б. Потраживања са различитим приоритетом на истом средству обезбеђења (нпр. хипотека са првим и другим исплатним редом);
- в. Потраживања обезбеђена истом врстом обезбеђења код којих је различита ствар или право предмет обезбеђења (нпр. залога на производним машинама и залога на новчаним средствима - депозиту).

6.7.9. Највећи изазов у пракси формирања класа су необезбеђена неприоритетна потраживања. Најчешће се одвојено класификују следећа потраживања (треба нагласити да ниједна од наведених класа није обавезна):

- а. Потраживања финансијских институција по основу датих кредита и других позајмица;
- б. Необезбеђени део потраживања разлучних поверилаца;
- в. Потраживања државе по основу неисплаћених пореза и других јавних давања,
- г. Неприоритетна потраживања запослених;
- д. Потраживања власника друштва (чланова односно акционара), менаџмента и лица повезаних са њима;
- ђ. Потраживања пословних партнера/ добављача, итд.

6.7.10. Циљ колективног намирења поверилаца јесте да се онемогући појединим повериоцима да спроводе активности које нису у интересу свих поверилаца односно постоји начело једнаког третмана и равноправности поверилаца. Ради остварења овог циља, у поступку реорганизације се обавезе према повериоцима класификују у одређен број група/ класа према сличности. Правилна класификација обавеза према повериоцима је услов за остваривање начела равноправности, како би се избегло манипулисање резултатима гласања и евентуално довођење одређених поверилаца у повољнији положај у односу на остале повериоце.



6.7.11. Могућности манипулације у овом смислу подразумевају да се класе дефинишу тако да потраживања повериоца за које се зна да ће оспоравати план буду унапред исплаћена или ће бити сврстана у класу са другим потраживањима како би били надгласани од стране поверилаца који подржавају план.

Пример: друштво подносилац плана је формирало класе на следећи начин – прву класу чине обезбеђени повериоци – банке, према којима обавезе износе 200 мил. динара, другу класу запослени, према којима обавезе износе 68 мил. динара а трећу класу добављачи као необезбеђени поверилац, међу којима су пријатељске компанијеса потраживањима од 75 мил. динара и остали добављачи потраживањима од 40 мил. динара. Предложени проценат намирења за прву и другу класу је 100%, док је за трећу класу 50%. У овом случају се види да су остали добављачи као необезбеђен поверилац оштећени, јер се њихова потраживања неће намирити у целости а биће прегласани од стране других добављача пријатељских компанија, којима је у интересу да дужник настави да послује.

6.7.12. Преглед и сегментација обавеза друштва-дужника на класе се мора засновати на информацијама из ванредног извештаја ревизора (у случају УПППР-а) са прегледом свих обавеза и процентуалним учешћем сваког повериоца у одговарајућој класи плана. Важно је такође и да преглед обавеза према повериоцима подељеним на класе такође садржи и додатне релевантне информације попут:

- а. Преглед обезбеђења установљених на имовини друштва-дужника;
- б. Податке о евентуалним изменама које су наступиле након датума пресека (нпр. измирење дела одређених обавеза, итд.);
- в. Преглед заложних поверилаца – лица која поседују заложна права на његовој имовини али немају потраживања према друштву-дужнику;
- г. Списак спорних потраживања;
- д. Одредбу о потраживањима која нису обухваћена планом итд.

## 6.8. Предвиђене мере реорганизације

6.8.1. План реорганизације може да обухвата мере финансијског или оперативног реструктурирања али најчешће у пракси се користи комбинација ове две групе мера. Разлог томе је што мере финансијског реструктурирања изоловано најчешће неће много допринети поправљању финансијске одрживости пословања па је стога потребно предузети и активности на оперативном реструктурирању којим би се бизнис поставио на здраве основе што ће се одразити и на његове финансијске резултате и позицију. Комбиноване мере такође подстичу мотивацију поверилаца да подрже план.

6.8.2. Мере финансијског реструктурирања обухватају између осталог следеће:

- а. смањење финансијских обавеза (отпис/ отпуст, односно тзв. haircuts/ waivers of debt);
- б. продужење рока отплате обавеза уз могућност тзв. грејс периода;
- в. промена динамике и структуре отплате обавеза (нпр. уместо у једнаким ануитетима, обавезе се измирују прво у мањим ануитетима, који се касније постепено повећавају како друштво генерише више средстава за отплату обавеза или тзв. bullet плаћање, где се највећи део обавеза измирује у последњој години пројекције);
- г. конверзија потраживања у капитал;
- д. обезбеђивање новог финансирања (од постојећих и/ или нових зајмодаваца);
- ђ. промене обезбеђења обавеза (нпр. гаранције, депозити, непокретна и покретна имовина друштва и сл.);

У случају да је мерама предвиђена конверзија потраживања у капитал, план такође треба да садржи и процену вредности капитала друштва-дужника, припремљену од стране овлашћеног стручног лица (проценитеља) и не старију од шест месеци.

6.8.3. Неке од мера оперативног реструктурирања могу бити следеће:

- а. промена пословних операција и модела;
- б. регулисање евентуалног вишка запослених и ново запошљавање како би се попуниле позиције критичне за опоравак пословања;
- в. оптимизација трошкова и повећање ефикасности пословања;
- г. раскид неповољних уговора;
- д. продаја ванпословне имовине (која се не користи у редовном пословању или није неопходна за његов наставак) ради финансирања капиталних улагања и / или обртног капитала потребног за даље пословање или делимично намирење поверилаца;
- ђ. затварање непрофитабилних погона, односно престанак производње непрофитабилних производа;
- е. промена делатности;
- ј. статусне односно промене правне форме.

Поред наведених мера, у пракси се често предлажу и следеће мере:

- а. Забрана спровођења судског и вансудског извршења на обезбеђеној и необезбеђеној имовини и средствима дужника ради наплате потраживања насталих пре усвајања плана реорганизације, осим на начин, у обиму и роковима предвиђеним планом;

- б. Обавеза поверилаца да повуку испостављене налоге за принудну наплату на средствима на свим рачунима дужника по правноснажности решења којим се потврђује усвајање плана реорганизације;
- в. Повлачење предлога за извршење ради наплате потраживања насталих пре дана усвајања плана реорганизације.

6.8.4. Преглед узрока који су допринели финансијским потешкоћама је веома важан, како микроекономских, тако и макроекономских, како би се правилно дефинисале мере и обезбедила успешност реорганизације. Примери микроекономских узрока обухватају следеће:

- а. Пребрз раст пословних активности који је углавном финансиран из позајмљених извора;
- б. Превелика концентрација на једног или мањи број купаца (чије финансијске потешкоће се могу превалити на њихове добављаче);
- в. Недовољно развијена функција управљања (реактивни – проактивни менаџмент);
- г. Недовољно развијена финансијска функција и финансијска контрола;
- д. Нерационално трошење средстава на пројекте који нису економски оправдани;
- ђ. Неадекватно управљање обртним капиталом (у ком контексту је на пример потребно се ангажовати на наплати постојећих потраживања, продаји односно отпису залиха са спорим обртом) и сл.

6.8.5. Неки од макроекономских узрока који могу довести до погоршања финансијске ситуације су на пример поремећаји на тржишту (економске кризе, пандемије и сл.) који се одражавају на раст цена сировина и енергената, раст каматних стопа и строжије услове при задуживању, неликвидност привредног система, итд.

6.8.6. Дobar план садржи мере којима се отклањају узроци који су довели до тренутне ситуације или минимизира њихов негативан утицај на пословање, што је и предвиђено Националним стандардом број 6.

6.8.7. Циљ реорганизације може укључити мере за реорганизацију као и ликвидацију, у зависности од тога како се интереси поверилаца могу у највећој мери остварити.

6.8.8. Конкретан предлог мера је најбоље утврдити након сагледавања укупног износа и структуре обавеза према повериоцима са једне стране и планираног слободног новчаног тока из пословања (који је резултат бизнис плана), са друге стране. На тај начин се утврђује колики је отплатни капацитет друштва-дужника, односно колико мере треба да буду озбиљне.

6.8.9. Уколико су обавезе друштва-дужника нешто више од планираног отплатног капацитета, тада се предвиђене мере могу свести на продужење рокова отплате, евентуално уз грејс период, промену обезбеђења потраживања и друго. Са друге стране, уколико обавезе друштва-дужника вишеструко надмашују његов отплатни капацитет, и мере реорганизације треба да буду радикалније и могу поред претходно наведених обухватати отписе/ отпусте обавеза, конверзију потраживања у капитал, продају ванпословне имовине, обезбеђивање додатног финансирања и слично.

#### Утврђивање мера реорганизације



Предложене мере би требало да омогуће постизање оптималних услова за намирење поверилаца уз истовремено одрживо пословање друштва-дужника током периода примене плана.

## 6.9. Бизнис план са финансијским пројекцијама

6.9.1. Бизнис план са финансијским пројекцијама треба да пружи одговор како ће бити генерисана средства за отплату обавеза повериоцима и да пружи уверавање да ће на основу предузетих мера остварити финансијску стабилност. Обично се прави на период до 5 година.

6.9.2. Приликом припреме плана, полази се од низа претпоставки о будућем пословању. Претпоставке би требало да буду умерено конзервативне са једне стране али и довољно оптимистичне са друге стране, како се пружила што реалнија слика будућег пословања од које зависи и предлог намирења обавеза према повериоцима, могућност усвајања предложеног плана и успешна реализација плана у будућности.

6.9.3. Припрему бизнис плана односно финансијских пројекција друштва-дужници често поверавају професионалним консултантима. Њихов задатак јесте да на основу комуникације са менаџментом друштва и сопственог искуства формулишу сет претпоставки на основу којих ће припремити финансијске пројекције за утврђени временски период. Другим речима, важно је потврдити основаност претпоставки, нарочито оних које се тичу планиране продаје и трошкова и уколико је могуће, исте документовати.

6.9.4. Приликом припреме бизнис плана неопходно је спровести детаљну анализу макроекономског окружења, како глобалног, тако и локалног (укључујући сва тржишта на којима друштво-дужник послује), посебно очекиваних трендова, ради утврђивања оквира за дефинисање претпоставки које се тичу планираних стопа раста прихода, цена производа/ услуга, односно радне снаге и других варијабли које се користе у пројекцијама пословања.

Додатно, посебну пажњу треба посветити и анализи конкурентског окружења и позиције друштва-дужника, који такође утичу на могућност остваривања задатих планова продаје. Поред утврђивања тржишних удела, пожељно је одредити елементе који диференцирају друштво-дужника од конкуренције (нпр. цена, услови продаје, квалитет, услуге сервиса и сл.).

6.9.5. Претпоставке које се користе приликом израде плана пословања се могу поделити у неколико категорија:

а. *План продаје* – предвиђа се остварени обим продаје производа, односно услуга друштва-дужника на основу историјских резултата, предуговора или наруџбеница постојећих и нових купаца. Увођење нових производа, односно промена структуре понуде може допринети бољим финансијским резултатима. Такође, приликом пројектовања прихода је потребно узети у обзир и планиране корекције цена у будућности као и све попусте и друге повољности које друштво-дужник пружа својим купцима.

б. *План пословних расхода* – потребно је испланирати и потребан ниво трошкова по најзначајнијим категоријама неопходних за остварење плана продаје. У овом случају се узимају у обзир нормативи/ цена коштања за сваки појединачни производ, односно услугу, као и очекиване промене цена појединих сировина/ енергената/ услуга које друштво-дужник користи у свом пословању ради добијања што прецизнијих износа трошкова у будућности. У контексту плана реорганизације, у оквиру овог корака је препоручљиво узети у обзир и квантификовати све могуће уштеде, рационализације и оптимизације трошкова које могу допринети ефикаснијем пословању и остваривању бољих финансијских резултата. У оквиру плана пословних расхода је пожељно посебно припремити план радне снаге који обухвата број и структуру запослених који ће учествовати у примени плана као и планиране зараде за њихово ангажовање. Поред тога, уколико је планом предвиђена рационализација броја запослених, потребно је у план расхода укључити и износ потребних отпремнина.

в. *План капиталних улагања* обухвата сва планирана улагања у опрему, објекте и др. који су важни ради остваривања дефинисаног плана продаје. Често се у случају друштва-дужника у финансијским потешкоћама јавља недовољна искоришћеност постојећих капацитета, па тада план капиталних улагања укључује инвестиције за одржавање и евентуално модернизацију постојећих постројења. Пожељно је за план капиталних улагања прибавити писане понуде добављача како би се избегла произвољност у вези са износима које друштво-дужник намерава да уложи у будућем периоду. Такође, уколико не постоји посебан план улагања, оправдано је предвидети улагања макар на нивоу годишњих трошкова амортизације, како би се одржала продуктивна способност постојеће имовине у предстојећем периоду.

д. *План обртног капитала* – један од честих узрока финансијских потешкоћа потиче од неадекватног управљања обртним капиталом. Другим речима, друштво-дужник треба да преиспита своју постојећу политику управљања залихама, продајну политику, као и политику измиривања обавеза према добављачима и утврди да ли постоји простор за унапређење и тако формулише реалистичне основе за будући период. У том смислу, може бити потребно прилагодити валуте купцима, како би друштво-дужник било у стању на измирује своје обавезе према добављачима у року. Такође, пажљивије планирање набавке може допринети бољем управљању залихама, чиме се ослобађа део обртног капитала који се делом може уложити у производњу односно у отплату обавеза према повериоцима.

ђ. *План финансирања* – овај део плана садржи информације о евентуалним додатним улагањима од стране власника у капитал или трећих страна, које могу уложити у капитал и/ или обезбедити финансирање у виду кредита.

6.9.6. У плану је потребно применити и посебне претпоставке предвиђене у оквиру мера (нпр. продаја дела имовине, конверзија потраживања у капитал, престанак обављања одређених делатности, статусне промене и сл.).

6.9.7. На основу горе изнетих претпоставки, припрема се планирани биланс успеха и биланс стања, као и извештај о новчаним токовима на основу ког се утврђују слободни новчани токови из пословања који остају на располагању за измирење обавеза према повериоцима.

6.9.8. Треба истаћи да је финализација плана и утврђивање мера који се односе на повериоцима итеративан процес, односно на бази прелиминарног плана се утврђује отплатни капацитет друштва-дужника и предлог мера у вези са износима и начином отплате, на основу кога се припрема коначна верзија плана. Такође, могуће је и пожељно током овог процеса дефинисати различита сценарија намирења поверилаца како би се утврдило који од њих је оптималан како за саме повериоце, тако и за друштво-дужника.

---

#### Елементи бизнис плана, односно финансијских пројекција



## **6.10. Изазови и ограничења у припреми и спровођењу плана реорганизације**

6.10.1. На основу досадашњег искуства у припреми и спровођењу планова реорганизације у Републици Србији, често се истиче проблем реалности плана и одрживости пословања друштва-дужника након усвајања плана. То је често случај код друштава које су већ одређено дуже време у финансијским потешкоћама што се одразило на пословање у смислу губљења тржишта, појединих добављача, нарушавања имиџа на тржишту итд. У таквим ситуацијама су често финансијске пројекције „списак лепих жеља“, за чију реализацију не постоје ни људски нити финансијски ресурси. Таква друштва често предлагањем УППР-а пролонгирају текућу ситуацију односно одлажу решавање проблема за будућност уз очекивање да ће тада бити у повољнијој позицији да постигну договор са повериоцима. Међутим, ова стратегија је често погубна на дужи рок имајући у виду даље погоршавање финансијске и тржишне ситуације друштва-дужника и губитак воље поверилаца за постизање договора. Са друге стране, нереални планови не иду ни у прилог повериоцима јер воде неминовно у стечај у оквиру кога ће проценат намирања бити највероватније значајно нижи и реализован у каснијем временском тренутку. Такође, планом се не предвиђају будући ризици у пословању нити се праве резерве за непредвиђене догађаје. На квалитет плана такође утиче, као што је напред наведено, и квалитет и ажурност података који се користе за припрему. У друштвима у којима је озбиљније нарушено регуларно пословање често долази и до одлива радне снаге, посебно квалитетнијих кадрова, што утиче на поузданост података који се користе приликом израде плана и на његове резултате.

6.10.2. Законом је предвиђено да у случају да план поднесе други овлашћени предлагачи а не стечајни управник, стечајни управник или ревизор ће доставити мишљење о изводљивости плана реорганизације. У пракси, лица која дају ову изјаву ретко детаљније анализирају план и оцењују његову изводљивост, односно ретко дају детаљнији коментар на тренутну финансијску позицију дужника. У овом контексту, посебан је проблем политичких и социјалних аспеката примене планова реорганизације (посебно УППР-ова) којима се спасавају друштва од друштвеног и социјалног значаја а што доводи до социјализације губитака и поремећаја читаве привреде. Нереалност усвојених планова се често релативно брзо потврди, тако да је највећи број планова се покаже неуспешним након једне до три године од усвајања. Такође, има примера и друштава које након неуспеха једног су поново предлагала други УППР, без конкретнијег решавања узрока који су довели до финансијских тешкоћа.

6.10.3. Један од проблема у припреми и спровођењу планова је учешће повезаних лица. Често се дешава да повезана лица не буду представљена у посебној класи без права гласа и будући да подржавају друштво-дужника могу утицати на усвајање плана. Због тога је важно утврдити који све повериоци имају положај повезаног лица (и формално и суштински) и њихова потраживања сврстати у посебну класу без права гласа.

6.10.4. Један од често истицаних проблема планова реорганизације јесте и асиметрија информација између дужника и поверилаца, посебно мањих поверилаца који не учествују активно у припреми плана. Неки од начина за ублажавање овог недостатка јесу достављање ванредног извештаја ревизора (у случају УППР-а) и обелодањивање свих извештаја и информација који се у поступку достављају стечајном судији. Може се десити да већином гласова буде усвојен план реорганизације у оквиру кога мањи повериоци бивају стављени у неравноправан положај у односу на стање у коме би се нашли да је стечај окончан банкротством.

6.10.5. Поред наведених, постоји и изазов у вези са спровођењем закона о стечају који често трају дужи низ година, иако је приметан напредак у односу на период од пре 10 и више година када је започета примена планова реорганизације у пракси.



## **7. ПОРЕЂЕЊЕ РЕОРГАНИЗАЦИЈЕ И БАНКРОТСТВА**

### 7.1. Реорганизација и процена вредности у Закону о стечају

Закон о стечају (чл. 155) наводи да се реорганизација спроводи ако се тиме обезбеђује повољније намирење поверилаца у односу на банкротство. Одговор на питање да ли се обезбеђује повољније намирење поверилаца у односу на банкротство даје процена вредности стечајног дужника.

### 7.2. Процена вредности стечајног дужника

У контексту стечајног поступка, процена вредности је аналитички процес одређивања пројектоване или текуће вредности стечајног дужника. Иако је по природи квантитативна, процена вредности подразумева одређени степен субјективности у погледу усвајања претпоставки битних за процену.

### 7.3. Процена вредности – битан елемент садржине плана реорганизације и УППР-а

Закон о стечају уређује садржај Плана реорганизације, односно његове елементе.

Садржај који се односи на процену, односно на поређење намирења прописан је чланом 156 ст.1 (тачке 4 ,12, 13). План реорганизације између осталог садржи и:

- а. висину новчаних износа или имовину која ће служити за потпуно или делимично намирење за сваку од класа поверилаца, као и средства резервисана за повериоце оспорених потраживања, начин измирења потраживања и временску динамику плаћања;
- б. финансијске пројекције, укључујући пројектовани биланс успеха, биланс стања и извештај о новчаним токовима за период извршења плана реорганизације;
- в. процену вредности имовине стечајног дужника, као и процену новчаног износа намирења које би се остварило спровођењем банкротства и спровођењем реорганизације за сваку од класа поверилаца посебно, израђену од стране овлашћеног стручног лица (проценитеља) у складу са националним стандардима за управљање стечајном масом, не старију од 12 месеци.

### 7.4. Процена вредности стечајног дужника није детаљно уређена у српском праву

За разлику од процене вредности непокретности, процена вредности предузећа нема уређен правни оквир. Прописи који се односе на процену односе се на процену вредности имовине и капитала правних лица са друштвеним или државним капиталом и примењује се у контексту приватизације.

- а. Уредбом о методологији за процену вредности капитала и имовине,
- б. Упутством о начину примене метода за процену вредности капитала.

Реч је о методологијама које су израђене за утврђивање вредности капитала, односно имовине у предузећима и другим правним лицима са друштвеним или државним капиталом.

#### 7.4.1. Национални стандард бр.2

Национални стандард бр. 2. наводи да стечајни управник приликом пописа имовине врши и процену ликвидационе вредности сваког појединачног дела имовине, осим у случају када је природа имовине таква да се не може продавати појединачно, већ само заједно са другом имовином стечајног дужника, у ком случају се ликвидациона вредност такве имовине процењује као целина.

Напомена: Међународни стандарди финансијског извештавања (МСФИ) не разрађују директно приступе вредновању предузећа (у овом случају уједно и стечајног дужника). МСФИ пружају смернице и стандарде за финансијско извештавање, који индиректно утичу на то како предузећа вреднују одређену имовину и обавезе у сврху извештавања.

#### 7.4.2. Национални стандард бр.6

Национални стандард бр 6. уређује питање датума пресека и захтеваног метода процене. Процена се сачињава на дан пресека, односно на датум на који је утврђено стање свих обавеза стечајног дужника за потребе израде ванредног ревизорског извештаја. Процена се израђује применом методе дисконтовања новчаног тока.

#### 7.4.3. Међународни стандарди процене

С обзиром да не постоји прописана методологија, користан извор представљају *European Business Valuation Standards* које је објавила TEGOVA.<sup>9</sup> Стандарди покривају већи број питања која су приказана у овом одељку и пружају корисне смернице за израду процена.

### 7.5. Стечајна пракса у Републици Србији

У претходном периоду приступ проценама коришћен у плановима реорганизације је често засниван на лошој пракси. То се најчешће односило на:

- а. Паушалне процене уновчења имовине у случају банкротства.
- б. Поређење погрешних вредности. На пример, приносни приступ се није адекватно примењивао, односно планови нису водили рачуна о временској вредности новца.

<sup>9</sup> Документ је доступан на: <https://tegoval.org/static/f2f491b0d1308a81309cff4d4f59aa84/TEGOVA%20EBVS%202020-digital.pdf>

- в. Нетранспарентно приказивање садржаја наведених чл. 156 ст.1 тачке 4, 12 и 13. На пример, планови нису приказивали претпоставке на основу којих су формиране пројекције.
- г. Не узимање у обзир мере реорганизације приликом процене вредности или је постојала несагласност између пројекција и мера предложених планом. На пример, пројекције не садрже продају имовинске целине у првој години иако је то предвиђено планом реорганизације.
- д. Коришћење нереалних финансијских пројекција. На пример, пројекције су често значајно одступале од уобичајених кретања за сектор у коме послује дужник, како би се исход у случају реорганизације приказао повољнијим. То је у супротности са Националним стандардом бр. 6 који наводи да план реорганизације мора бити заснован на реалним основама, односно да не сме бити заснован на неизвесном будућем догађају.

## 7.6. Упоредни приказ намирења класа поверилаца

### 7.6.1. Упоредни приказ према Националном стандарду бр.6

Национални стандард бр. 6 захтева да процена обавезно садржи упоредни приказ процене садашње вредности новчаног износа коју би остварила свака класа поверилаца у случају банкротства и реорганизације, узимајући у обзир реалне тржишне услове, односно просечне нивое реализације који се остварују код продаје имовине.

### 7.6.2. Пример добре праксе приказивања упоредног намирења

Сам Стандард бр. 6 не прописује изглед упоредног приказа. Табела 1. приказује поређење које задовољава услове Националног стандарда бр.6. а који се користи у стечајној пракси. Табела садржи податке о % намирења за сваку класу, као и процењени новчани износ у случају банкротства и у случају реорганизације. Такође је потребно приказати коришћену дисконтну стопа, и проценат намирења у односу на укупан износ потраживања.

**Табела 1. Упоредни приказ % намирења поверилаца у случају банкротства и реорганизације за сваку од класа и укупно**

Класе према Плану реорганизације	Банкротство, дисконтвана вредност намирења		Реорганизација, дисконтвана вредност намирења	
	% намирења спровођењем банкротства	Процена новчаног износа намирења у РСД	% намирења спровођењем плана реорганизације	Процена новчаног износа намирења у РСД
Класа 1				
Класа 2				
Класа 3				
...				
...				
Укупно				

Класе према Плану реорганизације	Банкротство		Реорганизација	
	Процена недисконтваног новчаног износа намирења у РСД	Процена дисконтваног новчаног износа намирења у РСД	Процена недисконтваног новчаног износа намирења у РСД	Процена дисконтваног новчаног износа намирења у РСД
Класа 1				
Класа 2				
Класа 3				
...				
...				
Укупно				
Укупан износ потраживања				
Процент намирења (Укупан износ дисконтваних износа намирења/Укупан износ потраживања)				



## 7.7. Процена вредности

### 7.7.1. Приступ и методи процене вредности

Начелно се могу користити три приступа процени вредности стечајног дужника – тржишни, трошковно/имовински и приносни приступ.

### 7.7.2. Тржишни приступ (Market Approach)

Овај приступ подразумева да се вредност предузећа утврђује на бази поређења са скоријим продајама сличних, упоредивих предузећа (*Guideline Transaction Method*). или тржишном вредношћу упоредивих предузећа (*Guideline Company Method*). У првом случају се припрема листа упоредивих трансакција, односно цена по којима су се обавиле трансакције. На основу ових података, процена се врши узимањем у обзир показатеља посматраног предузећа који се користе да би се проценила вредност (мултипликатори) У другом случају вредност се процењује на основу тржишне вредности упоредивих компанија, при чему се оне коригују на основу индикатора (мултипликатора) који описују перформансе предузећа.

### 7.7.3. Трошковни/Имовински приступ (Asset Approach)

Трошковни приступ (*Replacement Cost Method*) подразумева да се вредност имовине добија као трошкови замене односно поновног стицања умањени за евентуалну амортизацију.

Коригована књиговодствена вредност (*Adjusted Book Value Method*) представља модификацију књиговодствене вредности имовине која узима у обзир факторе који нису видљиви у финансијским извештајима. На пример, прилагођавање елемената имовине који нису правилно вредновани у билансу, као што су непризнате обавезе, гаранције, и слично. Такође, вредност опреме или неких других елемената активе ретко одговара вредностима које се налазе у књигама. У том случају лице које врши процену анализира сваку како материјалну, тако и нематеријалну имовину, као и обавезе како би утврдио тржишну вредност. По правилу како би се одредила фер тржишна вредност стечајни управник се ослања на стручњаке који имају потребно знање да утврде ову вредност.

### 7.7.4. Приносни приступ (Income Approach)

Вредност стечајног дужника једнака је садашњој вредности будућих приноса (новчаних токова). Другим речима, принос представља основ процене вредности.

Метод дисконтованих новчаних токова (ДНТ) (*Discounted Cash Flow - DCF*) процењује вредност стечајног дужника користећи очекиване будуће новчане токове које стечајни дужник генерише наставком пословања. ДНТ покушава да одреди вредност стечајног дужника (на дан пресека) заснован на пројекцијама.

Разумевање овог приступа подразумева да се познају основни елементи састављања и анализе финансијских извештаја.

Други метод који припада приносном приступу је метод капитализованих новчаних токова (*Capitalized Cash Flow Method*). С обзиром да Национални стандард бр. 6. захтева примену ДНТ метода, као и да је могућност и потреба за применом другог метода ограничена, у наставку ће се разматрати само ДНТ метод.

### 7.7.5. Подела метода (приступа) процене вредности

Слика 1 илуструје поделу приступа, односно методе које се користе приликом процене вредности.



Илустрација 1 Подела приступа процени вредности

Поред наведених, могуће је користити и хибридни приступ, тако што се комбинују резултати наведених приступа.

## **7.8. Процена вредности у случају реорганизације стечајног дужника**

7.8.1. Приликом процене вредности стечајног дужника који је поднео план реорганизације подразумева се да он тежи реорганизацији својих дугова и наставку пословања, уместо ликвидацији. У том контексту прикладан је приносни метод који се фокусира на будућу профитабилност и способност стечајног дужника да генерише новчане токова из којих ће се намиривати повериоци након усвајања плана.

7.8.2. Други методи такође имају своју употребну вредност. Трошковни, односно имовински приступ свакако није примарни метод, али је у појединим случајевима њега могуће користити. На пример, у случају да је реч о дужнику са великом вредношћу имовине, али са ниском профитабилношћу или у случајевима када се процењује исход ако не дође до спровођења мера реорганизације. Такође, тржишни приступ, иако је реч о дужнику који је суочен са финансијским потешкоћама, може обезбедити корисне увиде ако постоје упоредиве компаније или трансакције.

Резултати добијени применом наведених метода могу да укажу на потребу кориговања претпоставки приносног приступа.

## **7.9. Приносни приступ и метод дисконтованих новчаних токова**

С обзиром да је циљ да дужник настави да послује након усвајања плана реорганизације, може се претпоставити да он наставља континуирано да послује (Going Concern).

## **7.10. Предности ДНТ метода**

ДНТ метод има неколико предности:

- а. Допушта проценитељу да узме низ појединачних фактора у обзир
- б. Флексибилан је, односно омогућава укључивање промена пословне стратегије (предвиђених мерама реорганизације)
- в. Процена је мање подложна егзогеним факторима попут макроекономских кретања или тржишних околности (у односу на тржишне приступе)

## **7.11. Недостаци ДНТ метода**

ДНТ метод има неколико недостатака:

- а. Процена може бити исувише оптимистична у случају реорганизација (по правилу мотив подносиоца плана је да прикаже намирење што вишим како би убедио повериоце да гласају за план).
- б. Процена је изузетно осетљива у односу на претпоставке које утичу на кретање новчаних токова, прорачун дисконтне стопе и резидуалну вредност, тако да мале промене параметара значајно утичу на добијени резултат

## 7.12. Елементи ДНТ метода

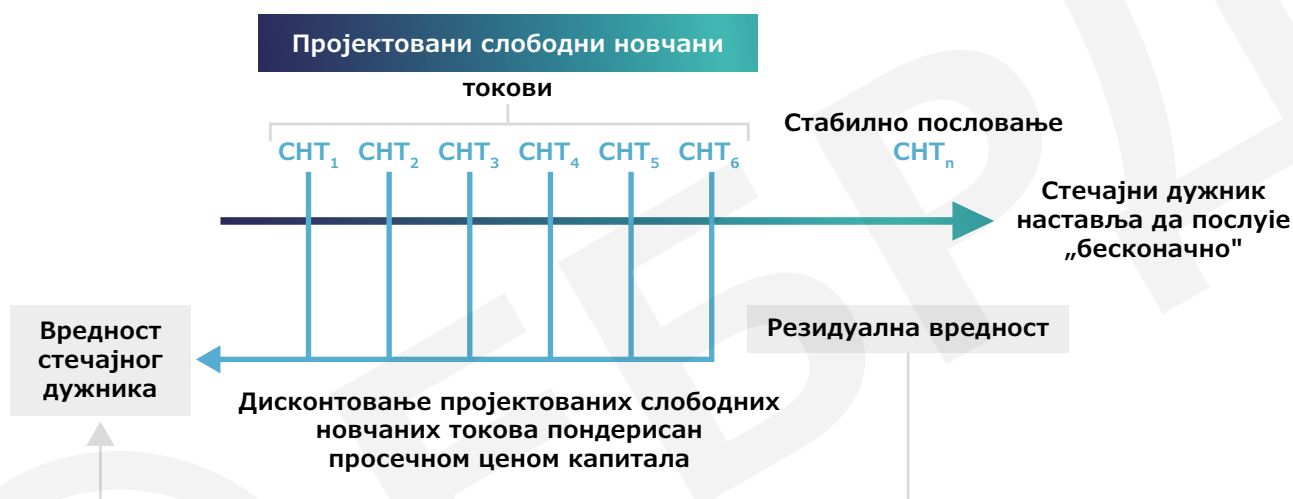
ДНТ метод има три основна елемента:

- 1) Новчани ток, односно слободни новчани ток (Free Cash Flow - FCF).
- 2) Дисконтну стопу - Пондерисана просечна цена (трошак) капитала (Weighted average cost of capital – WACC).

3) Резидуал, односно резидуалну вредност.

Наведени елементи и њихов однос приказани су на Илустрацији 3.

Илустрација 3 Елементи ДНТ метода



ДНТ пројектује будуће новчане токове стечајног дужника, затим их дисконтује на садашњу вредност коришћењем одговарајуће дисконтне стопе.

Напомена: Процена вредности предузећа помоћу ове методе захтева познавање концепта временске вредности новца, односно технике дисконтовања о чему ће бити реч у делу који описује утврђивање дисконтне стопе.

Вредност стечајног дужника представља збир садашњих вредности будућих нето прилива (слободних новчаних токова), које повериоци и власници као резидуални повериоци могу остварити у случају испуњења плана реорганизације.

## 7.13. Вредност стечајног дужника и новчани токови

Вредност методом ДНТ (дисконтованим новчаним токовима) процењује се на основу новчаних токова (у случају плана реорганизације) који преостају повериоцима и власницима. Новчани токови се пројектују на основу претпоставки о будућем пословању стечајног дужника, односно они дају одговор на питање колико ће новца моћи да генерише стечајни дужник током спровођења плана реорганизације. Повериоце интересује да ли ће бити довољно новца да се намире у складу са планом реорганизације, а не да ли ће стечајни дужник приказивати рачуноводствени профит.

## 7.14. Нето новчани ток и слободни новчани токови пре намирења поверилаца

7.14.1. Нето новчани токови представљају разлику прилива и одлива готовине и готовинских еквивалената.

7.14.2. Слободни новчани ток пре намирења поверилаца (unlevered free cash flow – FCFF) представља износ готовине који је расположив за расподелу повериоцима (и власницима) након улагања у средства која су неопходна за спровођење мера усвојених планом (дугорочна и краткорочна улагања). Другим речима, то је слободан преостали износ готовине расположив за исплату класа поверилаца (и власника).

## 7.15. Калкулација слободног новчаног тока

7.15.1. Пословни резултат (earnings before interest and taxes или EBIT)

У случају да настави да послује стечајни дужник ће остварити пословне приходе продајом робе и услуга. Након што се они умање за пословне расходе (набавну вредност продате робе, трошкове материјала, трошкове

зарада и амортизацију, добија се пословни резултат. Реч је о резултату који се добија као разлика поменутих величина пре плаћања пореза. Пројекције пословања стечајног дужника садрже податке о очекиваном пословном резултату. Следећа табеле илуструје пример пројектованог биланса успеха и новчаних токова стечајног дужника).

ПРОЈЕКТОВАНИ БИЛАНС УСПЕХА СТЕЧАЈНОГ ДУЖНИКА							
(У 000 RSD)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Приходи од продаје	300.000	350.000	500.000	600.000	860.000	1.040.000	1.300.000
Набавна вредност продате робе	5.000	5.000	8.000	9.000	13.000	16.000	20.000
Трошкови материјала	90.000	112.000	150.000	174.000	249.000	302.000	377.000
<b>Бруто добит</b>	<b>205.000</b>	<b>233.000</b>	<b>342.000</b>	<b>417.000</b>	<b>598.000</b>	<b>722.000</b>	<b>903.000</b>
Бруто маргина	68,3%	66,6%	68,4%	69,5%	69,5%	69,4%	69,5%
Трошкови зараде	80.000	90.000	120.000	150.000	220.000	270.000	340.000
Трошкови производних услуга и остали пословни расходи	90.000	106.000	150.000	186.000	267.000	322.000	403.000
<b>ЕБИТДА</b>	<b>35.000</b>	<b>37.000</b>	<b>72.000</b>	<b>81.000</b>	<b>111.000</b>	<b>130.000</b>	<b>160.000</b>
ЕБИТДА маргина	12%	11%	14%	14%	13%	13%	12%
Амортизација	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000
<b>ЕБИТ</b>	<b>-</b>	<b>2.000</b>	<b>37.000</b>	<b>46.000</b>	<b>76.000</b>	<b>95.000</b>	<b>125.000</b>
ЕБИТ маргина	0,00%	0,57%	7,40%	7,67%	8,84%	9,13%	9,62%
Финансијских резултат	-	-	-	-	-	-	-
Ванредни резултат	378	-	-	60.000	100.000	110.000	140.000
<b>ЕВТ</b>	<b>378</b>	<b>2.000</b>	<b>37.000</b>	<b>106.000</b>	<b>176.000</b>	<b>205.000</b>	<b>265.000</b>
ЕВТ маргина	0,13%	0,57%	7,40%	17,67%	20,47%	19,71%	20,38%
Порез	57	300	5.550	15.900	26.400	30.750	39.750
<b>Нето добит</b>	<b>321</b>	<b>1.700</b>	<b>31.450</b>	<b>90.100</b>	<b>149.600</b>	<b>174.250</b>	<b>225.250</b>
Нето профитна маргина	0%	0%	6%	15%	17%	17%	17%

Део пословног резултата ће бити опорезован, тако да је потребно овај износ умањити за очекиване порезе. Пореска стопа на добит износи 15%.

У примеру, стечајни дужник остварује понављајуће ванредне приходе У ретким случајевима, ако у будућности дужник дужи

период генерише приходе које нису део основне делатности и очекује се да ће се они наставити у предвидивој будућности, то се може узети у обзир приликом процене, посебно ако те активности значајно доприносе укупним новчаним токовима (што је случај у овом примеру).

ПРОЈЕКТОВАНИ НОВЧАНИ ТОКОВИ СТЕЧАЈНОГ ДУЖНИКА							
(У 000 RSD)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Нето добит</b>	<b>321</b>	<b>1.700</b>	<b>31.450</b>	<b>90.100</b>	<b>149.600</b>	<b>174.250</b>	<b>225.250</b>
Амортизација	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000
Промена нето обртних средстава	3.998	20.000	36.900	- 6.600	- 6.500	68.400	123.500
Приходи ванредни који није новчани ток	- 378	-	-	-	-	-	-
<b>Новчани ток из пословних активности</b>	<b>38.941</b>	<b>56.700</b>	<b>103.350</b>	<b>118.500</b>	<b>178.100</b>	<b>277.650</b>	<b>383.750</b>
Инвестиције у основна средства	1.000	1.000	1.000	10.000	20.000	10.000	10.000
<b>Новчани ток из активности инвестирања</b>	<b>- 1.000</b>	<b>- 1.000</b>	<b>- 1.000</b>	<b>- 10.000</b>	<b>- 20.000</b>	<b>- 10.000</b>	<b>- 10.000</b>
Класа 1	- 7.381	-	-	-	-	-	-
Класа 2	- 0	-	-	-	-	-	-
Класа 3	- 27.405	-	-	-	-	-	-
Класа 4	-	- 53.068	- 106.136	- 106.136	- 159.204	- 265.340	- 371.476
Класа 5	-	-	-	-	-	-	-
<b>Новчани ток из активности финансирања</b>	<b>- 34.786</b>	<b>- 53.068</b>	<b>- 106.136</b>	<b>- 106.136</b>	<b>- 159.204</b>	<b>- 265.340</b>	<b>- 371.476</b>
Свега (прилив/odliv)	3.155	2.632	- 3.786	2.364	- 1.104	2.310	2.274
Готовина на почетку периода	-	3.155	5.787	2.001	4.365	3.261	5.571
Нето профитна маргина	3.155	5.787	2.001	4.365	3.261	5.571	7.845

### 7.15.2. Амортизација

Амортизација умањује пројектовани рачуноводствени нето добитак, али она не ствара одлив готовине, те се додаје на износ пословног резултата.

Напомена: Амортизација представља рачуноводствени процес распореда трошкова имовине током њеног века трајања. Наиме, када предузеће купи имовину, попут машина или зграда, трошак те имовине се иницијално евидентира као капитална инвестиција и не утиче одмах на нето добит. Уместо тога, вредност имовине се амортизује, тј. постепено се троши током више периода. Процес амортизације се књижи као расход у финансијским извештајима и смањује приказану добит, али без стварног одлива готовине. Другим речима, пошто тај новац остаје код стечајног дужника, он се може искористити за намирење поверилаца.

### 7.15.3. Инвестиције у основна средства (капитални издаци - CAPEX)

Стечајни дужник ће веома често морати да набави нову односно замени постојећу опрему. То значи да се током спровођења плана реорганизације део готовине мора користити за прибављање сталне имовине. У том случају стварају се и капитални издаци (CAPEX) који умањују расположиву готовину за намирење поверилаца. Приликом израде пројекција капитални издаци се пројектују на основу анализе биланса стања или на основу % прихода.

### 7.15.4. Промена нето обртних средстава (Working Capital Investment)

Коначно потребно је узети у обзир и промену обртног капитала, односно нето обртних средстава. Она се добија као разлика између раста вредности залиха и потраживања, с једне и раста вредности обавеза према добављачима са друге стране. На пример, ако се пројекцијама предвиђа раст залиха, то значи да ће доћи до одлива готовине, а тиме ће бити и мање новца да се намире повериоци.

На основу претходног примера, можемо израчунати слободни новчани ток:

ПРОЈЕКТОВАНИ СЛОБОДНИ НОВЧАНИ ТОК							
(У 000 RSD)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
ЕБИТ	-	2.000	37.000	46.000	76.000	95.000	125.000
Порез (15%)	57	300	5.550	6.900	11.400	14.250	18.750
Амортизација	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000	35.000
Промена нето обртних средстава	3.998	20.000	36.900	- 6.600	- 6.500	68.400	123.500
Инвестиције у основна средства	1.000	1.000	1.000	10.000	20.000	10.000	10.000
<b>Слободни новчани ток ст. дужника</b>	<b>37.941</b>	<b>55.700</b>	<b>102.350</b>	<b>57.500</b>	<b>73.100</b>	<b>174.150</b>	<b>254.750</b>

У овом примеру коришћен је израз  $FCFF = EBIT(1-T) + Am - CAPEX - WCI$ . Стопа пореза на добит износи 15%. Алтернативно се  $FCFF$  може добити коришћењем и следећих израза:

$$FCFF = EBITDA(1-T) + Am(T) - CAPEX - WCI$$

$$FCFF = \text{Новчани токови из пословања} + \text{фин.расходи}(1-T) - CAPEX$$

## 7.16. Пројекције

Претходни примери су већ садржали пројекције прихода, расхода и новчаних токова. Поставља се питање како се до њих дошло.

### 7.16.1. Кораци припреме пројекција

При пројектовању потребно је спровести неколико корака:

- а. одредити потребну дужину пројектованог периода – у пракси најчешће једнака дужини плана отплате;
- б. пројектовати пословне и финансијске приходе и расходе;
- в. пројектовати потребне нивое улагања у сталну имовину;
- г. пројектовати потребан ниво обртних средстава и извора из текућег пословања
- д. приказати три основна билансна прегледа у Плану реорганизације - биланс успеха, биланс стања и новчане токове.

### 7.16.2. Припрема пројекција

Пројектовање новчаних токова захтева анализу историјских података, разговоре са стечајном управом дужника и прикупљање других потребних информација. Пројекције треба да буду усклађене са мерама предвиђеним планом реорганизације за сваку годину спровођења. На пример, ако је продаја делова стечајног дужника планирана у другој години, или се опрема набавља у четвртој години примене плана, те активности се одражавају на пројектоване приходе, расходе и новчане токове.

### 7.16.3. Кључна питања приликом припреме пројекција

Приликом припреме пројекција треба сагледати кључне аспекте који се односе на сектор у коме дужник послује, односно саму позицију дужника унутар сектора. Да ли је дошло до битних промена унутар сектора пословања стечајног дужника?

- *Да ли је реч о брзорастућем, зрелом или сектору у фази опадања?*
- *Који су кључни изазови са којима ће се суочити сектор, односно дужник?*
- *Колика је величина тржишта?*
- *Каква је позиција стечајног дужника унутар сектора?*
- *Колико су реална очекивања управе односно предлагача плана у погледу пројектованих величина?*

Ова питања свакако могу поставити и повериоци и други учесници у поступку како би сагледали реалност плана, односно пројекција и предложених мера.

### 7.16.4. Кључни показатељи које је потребно узети у обзир припрема пројекција

Неколико показатеља је потребно детаљно сагледати како би се обезбедила реалност пројекција. То се пре свега односи на

- *Анализу историјског однос пословних прихода и пословних расхода*
- *Анализу постојећег и очекиваног тржишног учешћа,*
- *Анализу кретању продаје робе или услуга према јединицама продаје*

Пословни расходи (набавна вредност робе и трошкови материјала) могу бити фиксни или променљиви у односу на кретање пословних прихода. У неким секторима поједини трошкови су махом фиксни (нпр. сектор услуга) док су у другим они варијабилни.

### 7.16.5. За који период је потребно вршити пројекцију?

Пројекција треба да обухвати довољно дуг период да би стечајни дужник достигао стабилан ниво пословања / или крај реструктурирања

Ако је период кратак, долази до потцењивања вредности. Ипак, у пракси то није случај, јер интерес подносиоца плана по правилу није да потцени вредност.

### 7.16.6. Уобичајене грешке приликом израде пројекција

У пракси се приликом израде пројекција јавља неколико честих грешака

- *Претпоставке нису адекватно поткрепљене подацима и анализом.*

Напомена: Пројекције су често дате у табелама без пропратног текста зашто се догађају промене у пројектованим величинама, како се дошло до пројектованих вредности и сл.

- *Пројектован раст прихода без додатних инвестиција*

Напомена: У пракси се често занемарују ефекти који се тичу потребних набавки опреме (CAPEX). На пример, ако стечајни дужник предвиђа обим производње који захтева 10 испорука дневно, при чему дужник има само један камион, онда би пројекција која претпоставља повећање број дневних испорука нпр. на 15, подразумевала набавку још једног камиона. Другим речима, мало повећање прихода захтевало би значајно увећање трошкова.

- *Нереалне претпоставке о капиталним инвестицијама или искоришћењу капацитета.*
- *Не спроводи се нормализација историјских показатеља.*

## 7.17. Дисконтна стопа

### 7.17.1. Временска вредност новца

Разлог зашто се новчани ток дисконтује се своди на неколико разлога. Најједноставније објашњење су опортунитетни трошак и ризик. Временска вредности новца претпоставља да је новац у садашњости вреднији од новца у будућности зато што се новац данас може инвестирати и тако зарадити више новца. То важи и за повериоце, који би радије да се намире данас него за годину дана. Поред тога што би новац који добију одмах или у краћем временском периоду (у случају банкротства) добили раније, постоји и ризик да се план реорганизације не спроведе, а да се они не намире или намире у мери која је мања од оног што је предложено у плану реорганизације. Новчани ток који се генерише из пословања се дисконтује (своди на садашњу вредност) на одређену тачку у времену (отуда и назив модел дисконтованог новчаног тока). У случају процене вредности стечајног дужника то је датум пресека Плана реорганизације.

### 7.17.2. Однос приноса и ризика - висина дисконтне стопе

Повериоци који гласају за план излажу се ризику да план неће успети. Овај ризик утиче на висину дисконтне стопе која се користи да би се очекивана будућа намирења свела на садашњу вредност. Другим речима дисконтна стопа мери (садржи) ризик. Што је ризик са којим су суочени повериоци већи, то је и дисконтна стопа која се користи за процену вредности виша.

Принос без ризика + Премија на ризик = Захтевана стопа приноса

#### Илустрација 2 Однос дисконтне стопе и ризика

Повериоци се суочавају са два типа ризика – систематским и специфичним ризиком. Систематски ризик је везан за тржиште и није га могуће елиминисати (на пример, сва предузећа, а тиме и стечајни дужници су суочени са ризиком рецесије, егзогених шокова, високом инфлацијом и сл.) У контексту стечаја, специфични ризик је ризик који се доводи у везу са стечајним дужником. Повериоци гласајући за план се излажу ризику да се план неће испунити. Тај ризик такође зависи од сектора у коме предузеће послује, као и низа других фактора.

### 7.17.3. Однос пројекција и дисконтне стопе

С обзиром да пројекције укључују одређени ниво неизвесности, приликом одређивања дисконтне стопе треба размотрити да ли већ укључене ризике приликом пројектовања вредности треба укључити као специфични ризик у дисконтну стопу.

### 7.18. Просечна пондерисана цена капитала (Weighted Average Cost of Capital - WACC)

7.18.1. У контексту стечаја одговарајућа дисконтна стопа је просечна пондерисана цена капитала (ППЦК). То је заправо опортунитетни трошак поверилаца и власника. Када се врши процена вредности стечајног дужника она одражава све изворе финансирања и позајмљени и сопствени капитал.

Трошак се стога добија укључивањем оба елемента тако што се сваком придаје одговарајући значај (пондер). Цена капитала се у том случају одређује као пондерисани просек узимајући у обзир тржишне вредности свих извора финансија.

### 7.18.2. Калкулација ППЦК

Просечна цена капитала (ППЦК) је дисконтна стопа која се добија као просечна цена сопствених и позајмљених (кредитних) извора који се користе за финансирање пословања стечајног дужника обухвата следеће кораке:

- а. Одређивање пондера,
- б. Утврђивање цене позајмљених извора финансирања,
- в. Утврђивање цене сопственог капитала,
- г. Коначни прорачун ППЦК.

Обрачун цене позајмљеног и сопственог капитала се врши одвојено. Пре него што прикажемо утврђивање цена позајмљеног и сопственог капитала приказаћемо друга два корака.

### 7.18.3. Одређивање пондера ППЦК у контексту стечајне реорганизације

У случају реорганизација, по правилу стечајни дужник има проблематичан биланс стања, односно структура пасиве услед презадужености није одржива. Стога се претпоставља да план реорганизације треба да омогући стварање оптималне структуре капитала (односа позајмљеног и сопственог капитала). На пример, може се утврдити да је 45% структуре капитала потребно финансирати из позајмљених извора, а 55% из сопствених извора. Израда процене стога подразумева да се одреди циљна, односно оптимална структура капитала на основу упоредивих података.

#### 7.18.4. Пример обрачунатих елемената ППЦК

Уколико се израчунају одговарајуће цене позајмљеног и сопственог капитала, обрачун **ППЦК (WACC)** је релативно једноставан. Формула се може изразити као:

**ППЦК** = Цена сопственог капитала · учешће сопственог капитала + цена позајмљеног капитала · (1-порез на добит) × учешће позајмљеног капитала, односно

или

$$WACC = Re \cdot E/(E+D) + Rd \cdot (1-T) \cdot D/(E+D)$$

Где је Re - цена сопственог капитала E/(E+D) - учешће сопственог капитала, T - стопа пореза на добит, Rd - цена дуга (позајмљеног капитала) и D/(E+D) - учешће дуга.

У табели је дат пример обрачуна ППЦК за две различите структуре капитала. Пример указује да и мале промене структуре могу дати значајно различите вредности.

	Однос позајмљеног и сопственог капитала 40/60	Однос позајмљеног и сопственог капитала 45/55
Трошак позајмљеног капитала (по опорезивању) Rd (1-T)	6.5%	6.5%
Учешће позајмљеног капитала D/(E+D)	40%	45%
Пропорционални трошак позајмљеног капитала	2.6%	2.93%
Трошак сопственог капитала - Re	12.0%	12.0%
Учешће сопственог капитала E/(E+D)	60%	55%
Пропорционални трошак сопственог капитала	7.2%	6.6%
ППЦК = Re × E/(E+D) + Rd (1-T) D/(E+D)	9.8%	9.53%

#### 7.18.5. Трошак позајмљеног капитала

Трошак позајмљеног капитала представља захтевану стопу приноса поверилаца. Трошак се обрачунава као пондерисани просек различитих облика дуговања које има стечајни дужник. Пошто трошак финансирања представља порески одбитак, користи се трошак после опорезивања. Цена позајмљеног капитала, најчешће је одређена банкарском каматном стопом за дугорочн кредита.

Напомена: У случају да стечајни дужник има значајне ванбилансне обавезе које су облик финансирања (на пример, лизинг), онда је потребно прилагодити износе, односно искључити трошкове лизинга и укључити додатне трошкове камата, као и амортизацију имовине која је предмет лизинга.

#### 7.18.6. Трошак сопственог капитала

Трошак сопственог капитала чине компоненте које имају различит степен ризика, чијим се обрачуном добија трошак сопственог капитала.

Сваки обрачун подразумева израчунавање више компоненти:

- Стопа приноса на безризичне пласмане
- Премија ризика у погледу самог стечајног дужника

- премија на величину стечајног дужника
- Специфична премија ризика (алфа премија).

#### 7.19. Методи одређивања цене капитала

За одређивање цене сопственог капитала, могуће је користити различите методе:

- **Метод CAPM (Capital Asset Pricing Model)** је основни метод, али има ограничену примену услед неразвијеног тржишта капитала у Србији.
- **Метод "зидана" (Build-Up Method)**, је примерен највећем броју планова реорганизације, пре свега за мала и средња предузећа.

**Други методи** се ређе користе, те их нећемо посебно разматрати.

Заједничко за све методе је дефинисање цене (стопе повраћаја) улагања без ризика, која се у основи своди на повраћај улагања у државне обвезнице (сигурно и ликвидно улагање). С друге стране захтевана стопа повраћаја зависи и од премије ризика. До премије ризика наведени методи долазе применом различитих приступа и експертским оценама.



### 7.19.1. CAPM (Capital Asset Pricing Model)

Цена капитала се добија коришћењем следеће формуле:

$$E(Re) = R_f + \beta \times ERP$$

Где је:

$E(Re)$  = цена сопственог капитала

$R_f$  = стопа на безризичне пласмане

$\beta$  = beta

$ERP$  = тржишна премија ризика представља разлику коју инвеститори захтевају како би били компензовани због додатног ризика који преузимају у односу на безризични пласман односно  $R_m - R_f$ .

У контексту стечаја се користи модификовани модел који укључује и алфа премију ризика:

$$E(Re) = R_f + \beta \times ERP + \alpha$$

### 7.19.2. Стопа без ризика – $R_f$ (Risk free rate)

Државне обвезнице се користе за оцену минималног ризика. С обзиром да се у Републици Србији (као релевантном тржишту за стечајне поступке) редовно издају дугорочне државне обвезнице, такве обвезнице се користе као основ за стопу без ризика.

### 7.19.3. Бета коефицијент – $\beta$

$\beta$  мери волатилност вредности посматраног предузећа у односу на целокупно тржиште. Мери се заправо колико су односи приноса специфичног предузећа и приноса који се остварује на тржишту корелирани. Већа вредност  $\beta$  значи да је у конкретном случају и ризик везан за стечајног дужника већи.

### 7.19.4. Калкулација бета коефицијента – $\beta$

Бета коефицијент се добија коришћењем историјских података. По правилу ова величина је виша у односу на ону која би се добила након што стечајни дужник спроведе план реорганизације. Разлог високог бета коефицијента је то што се он добија на основу периода (података) током кога је стечајни дужник имао финансијске потешкоће које су довеле до подношења плана. Бета се стога може обрачунати на основу података за упоредна предузећа из истог сектора индустрије. Тако добијен коефицијент се прилагођава за разлике у односу сопственог и позајмљеног капитала (леверица). Тиме се добија тзв. levered  $\beta$ .

### 7.19.5. Алфа премија – специфични ризик стечајног дужника

Алфа премија (премија специфичног ризика) је субјективна величина која се утврђује за друге факторе ризика који су специфични за стечајног дужника. Реч је о процени ризика коју је потребно надоместити како би се инвеститори компензовали за ризик који је специфичан за дужника. Ову компоненту одликује висок степен субјективности.

### 7.19.6. Пример калкулације цене сопственог капитала

Очекивани принос на капитал	
Принос на безризичне пласмане	1%
Премија на сопствени капитал	6%
Бета	1.5%
Премија ризика на величину стечајног дужника	4%
Специфични ризик стечајног дужника	1.5%
Премија ризика индустријског сектора	1.25%

### 7.19.7. Метод зидања

Дисконтна стопа одређена на овај начин има два основна дела:

- стопу повраћаја без ризика - risk-free rate
- стопу ризика улагања у предузеће чији се капитал процењује – risk premium

Метод зидања је примерен у случају поступака у Србији. Полази се од стопе повраћаја на улагања без ризика, а затим се додају препознатљиви нивои специфичних ризика, који се односе на пословање конкретног стечајног дужника.

#### 7.19.8. Пример примене метода зидања у Републици Србији

- “Key map” - ризик кључног човека, мала, новооснована предузећа имају већи ризик, ако пословни резултат зависи од специјализованог “незаменљивог” знања једног или групе стручњака, постоји присуство овог ризика.
- Величина предузећа - мала предузећа која послују у израженим конкурентским условима (конкурентски амбијент) носе већи ризик.
- Финансијска структура - показатељ вертикалне и хоризонталне финансијске структуре, као и структуре пословног резултата указују на ниво ризика.
- Производна / географска диверсификација - већа диверсификација смањује потенцијални ризик.
- Диверсификација купаца - оријентација на мањи број купаца носи већи ризик.

#### 7.19.9. Утврђивање цене кредитних извора финансирања

- Цена кредитних извора финансирања је одређена банкарском каматном стопом за коришћење дугорочних кредита.
- Прилагођавање цене кредитних извора финансирања.
- Одређена цена кредитних извора мора бити додатно прилагођена пре него што се приступи прорачуну ППЦК.
- Када се користи дефиниција новчаног тока "пре сервисирања дугова" из новчаног тока се искључују сви приливи и одливи из финансирања.
- Цену кредитних извора треба додатно прилагодити, умањењем за процентуални износ пореза на добит.

#### 7.20. Израчунавање садашње вредности и резидуална вредност

7.20.1. У претходном делу смо приказали две компоненте потребне за израчунавање садашње вредности – пројектоване токове и дисконтну стопу. Преостало је да објаснимо и резидуал. Претпоставка је да стечајни дужник наставља да послује. У нашем примеру пројекције су направљене за период од 7 година, али стечајни дужник наставља да послује и после тога (бесконечно!). Процена вредности стечајног дужника добија се сабирањем садашњих вредности слободног готовинског тока за пројектовани период и садашње вредности резидуала.

#### 7.20.2. Резидуална вредност

Истekom пројектованог периода не престаје пословање стечајног дужника, већ се оно наставља у складу са претпоставком going concern. Значајан део вредности ће се остварити у годинама након истека пројектованог периода.

#### 7.20.3. Квантификација резидуалне вредности

Постоји више начина за обрачун резидуала. У пракси се уобичајено користи:

Гордонов модел

$$RV = FCFF_n \times (1+g) / (r-g)$$

Где је RV - Резидуална вредност, FCFF<sub>n</sub> дисконтовани слободни новчани ток у резидуалној години, r дисконтна стопа и g дугорочна стопа раста.

## 7.20.4. Пример обрачуна вредности стечајног дужника

У наставку дајемо пример обрачуна за претпостављене пројекције и претпостављену ППЦК од 12%.

Радну свеску прати еxcel фајл у коме се могу мењати параметри.

Пројекције										
Стечајни дужник										
Пројектоване варијабле:	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Пројектоване стопе раста прихода	25%	25%	25%	20%	25%	15%	20%	20%	20%	5%
Очекивана бруто профитна маржа	25%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Трошкови периода као % прихода од продаје	25%	25%	25%	26%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Амортизација као % прихода	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Фактор раста капиталних инвестиција	-5%	-5%	-10%	-10%	0%	5%	5%	5%	5%	5%
Однос нето обртног капитала и прихода од продаје	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	11%	10%
Стопа пореза на добит	15%				15%					
Претпостављена дугорочна стопа одрживог раста	6%	после 2033. године			6%					
Дисконтна стопа ППЦК	12%				12%					
Резултати процене вредности:	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Бруто маргина	25%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Нето профит маргина	-5%	9%	8%	8%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Слободни новчани токови (RSD mil)	1.85 RSD	7.11 RSD	8.36 RSD	9.04 RSD	9.55 RSD	9.66 RSD	12.34 RSD	14.74 RSD	14.64 RSD	13.55 RSD
Резидуална вредност (RSD mil)										239.33 RSD
Садашња вредност пословања стечајног дужника (RSD mil)	9.41 RSD									
Садашња вредност пословања стечајног дужника (RSD mil)	9.91 RSD									

ДИСКОНТОВАНИ СЛОБОДНИ НОВЧАНИ ТОКОВИ											
Стечајни дужник											
	Старо	Година									
		2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Приходи од продаје	22,000,000 RSD	27,500,000 RSD	34,375,000 RSD	42,968,750 RSD	51,562,500 RSD	64,453,125 RSD	74,121,094 RSD	88,945,313 RSD	106,734,375 RSD	128,081,250 RSD	134,485,313 RSD
Набавна вредност продате робе	21,200,000 RSD	20,625,000 RSD	20,625,000 RSD	25,781,250 RSD	30,937,500 RSD	38,871,875 RSD	44,472,856 RSD	53,387,188 RSD	64,040,625 RSD	76,848,750 RSD	80,891,188 RSD
Бруто профит	800,000 RSD	6,875,000 RSD	13,750,000 RSD	17,187,500 RSD	20,625,000 RSD	25,781,250 RSD	29,648,438 RSD	35,578,125 RSD	42,693,750 RSD	51,232,500 RSD	53,794,125 RSD
Трошкови периода (плате и остали расходи)	1,200,000 RSD	6,875,000 RSD	8,593,750 RSD	10,742,188 RSD	13,406,250 RSD	19,335,938 RSD	22,236,328 RSD	26,683,694 RSD	32,020,313 RSD	38,424,375 RSD	40,345,594 RSD
EBITDA	-400,000 RSD	0 RSD	5,156,250 RSD	6,445,312 RSD	7,218,750 RSD	6,445,312 RSD	7,412,110 RSD	8,894,531 RSD	10,673,437 RSD	12,808,125 RSD	13,448,531 RSD
Амортизација	200,000 RSD	1,375,000 RSD	1,718,750 RSD	2,148,438 RSD	2,578,125 RSD	3,222,656 RSD	3,706,055 RSD	4,447,266 RSD	5,336,719 RSD	6,404,063 RSD	6,724,266 RSD
BBIT	-600,000 RSD	-1,375,000 RSD	3,437,500 RSD	4,296,874 RSD	4,640,625 RSD	3,222,656 RSD	3,706,055 RSD	4,447,265 RSD	5,336,718 RSD	6,404,062 RSD	6,724,265 RSD
Пренети губитак	0 RSD	-600,000 RSD	-1,975,000 RSD	0 RSD	0 RSD	0 RSD	0 RSD	0 RSD	0 RSD	0 RSD	0 RSD
Опореки добитак	0 RSD	0 RSD	1,462,500 RSD	4,296,874 RSD	4,640,625 RSD	3,222,656 RSD	3,706,055 RSD	4,447,265 RSD	5,336,718 RSD	6,404,062 RSD	6,724,265 RSD
Порез	0 RSD	0 RSD	219,375 RSD	644,531 RSD	896,094 RSD	483,398 RSD	555,908 RSD	667,090 RSD	800,508 RSD	960,609 RSD	1,008,640 RSD
Нето оперативни профит пре опорезивања (NOPAT)	-600,000 RSD	-1,375,000 RSD	3,218,125 RSD	3,652,343 RSD	3,944,531 RSD	2,739,258 RSD	3,150,147 RSD	3,780,175 RSD	4,536,210 RSD	5,443,453 RSD	5,715,625 RSD
Амортизација (као додатна ставка)	200,000 RSD	1,375,000 RSD	1,718,750 RSD	2,148,438 RSD	2,578,125 RSD	3,222,656 RSD	3,706,055 RSD	4,447,266 RSD	5,336,719 RSD	6,404,063 RSD	6,724,266 RSD
СЧЕХ	500,000 RSD	475,000 RSD	451,250 RSD	406,125 RSD	365,513 RSD	365,513 RSD	383,786 RSD	402,978 RSD	423,126 RSD	444,283 RSD	466,497 RSD
WCD	1,375,000 RSD	1,718,750 RSD	2,148,438 RSD	2,148,438 RSD	2,222,656 RSD	2,416,992 RSD	2,416,992 RSD	3,706,055 RSD	4,447,266 RSD	2,348,156 RSD	640,406 RSD
Слободни новчани ток	100,000 RSD	1,850,000 RSD	7,106,875 RSD	8,355,343 RSD	9,016,606 RSD	9,559,082 RSD	9,656,982 RSD	12,336,473 RSD	14,743,321 RSD	14,639,955 RSD	13,546,784 RSD
Резидуал, 2020											239,326,694 RSD
Садашња вредност слободних новчаних токова ППЦК = 12%		121,882 RSD	418,050 RSD	438,829 RSD	423,759 RSD	399,855 RSD	361,010 RSD	411,766 RSD	439,376 RSD	389,550 RSD	6,007,704 RSD
Садашња вредност пословања стечајног дужника	9,411,781 RSD										
Корекције	500,000 RSD	на основу биланса стања стечајног дужника									
ТВ	9,911,781 RSD										



## **8. РЕОРГАНИЗАЦИЈА – СТУДИЈЕ СЛУЧАЈА**

## 8.1. Студија 1

1. Оснивач стечајног дужника поднео је план реорганизације у стечају који је предвидео наставак пословања дужника.
2. Кључна мера за реализацију плана је претварање потраживања у капитал дужника и то за све необезбеђене повериоце и повериоце које према предлагачу плана чине лица повезана са стечајним дужником.
3. За различне повериоце предвиђена је мера преноса својине над оптерећеном имовином на име испуњења обавеза.
4. Стечајни дужник није имао никакво пословање и ниједног запосленог и налазио се у вишегодишњој блокади пре отварања поступка стечаја.
5. Конверзијом потраживања у капитал дужника пословна банка дужника као један од поверилаца стекла би нешто преко 30% капитала друштва (сходно одредбама Закона о банкама, подређена друштва<sup>10</sup> банке могу бити само лица у финансијском сектору док се дужник бави потпуно другом делатношћу и није лице из финансијског сектора).
6. Предлагач плана предвидео је да ће се и потраживања поверилаца која су у плану оспорена такође конвертовати у капитал дужника уколико иста буду утврђена након окончања судских поступака који су у току, те уколико се као резултат таквих поступака покаже да потраживања не постоје, тај капитал дужника ће бити поништен. На овај начин предлагач неће имати обавезу исказивања средстава која су резервисана за намирење ових поверилаца, а што је иначе обавезан елемент плана.
7. За класе поверилаца чија потраживања се намирују пре почетка примене плана предлагач је навео да ће се исти у случају банкротства намирити са 86%, а у случају реорганизације са 91% иако је истовремено навео да постоје средства за њихово намирење пре почетка примене плана из чега би се логично могло закључити да ће се у истом проценту онда намирити и у поступку банкротства.
8. У класу поверилаца који су лица повезана са стечајним дужником предлагач је сврстао само лице А (друштво са ограниченом одговорношћу) и лице Б (акционарско друштво). Поред ових лица, по примедби једног од поверилаца међу повериоцима се налазио низ повезаних лица која су унакрсно власнички повезана (стечајни дужник је у неким од тих лица власник дела удела или један од акционара) или повезана

преко истих законских заступника<sup>11</sup>. Ова лица нису била сврстана у класу повезаних лица, а утицала су на изгласавање плана у класи обичних поверилаца у коју су сврстани.

9. Поверилац је у жалби на решење којим је потврђено усвајање плана истакао горе наведене примедбе.

Другостепени суд је одлучујући по жалби повериоца у којој су поново истакнуте исте примедбе на план, жалбу одбио и потврдио првостепено решење којим је усвојен план реорганизације

Став другостепеног суда са кратким освртом:

1. Другостепени суд је заузео став да стицање 30% удела друштва које није у финансијском сектору није противно принудним прописима у контексту мере коју предвиђа план реорганизације јер се ради о мери намирења у поступку стечаја по Закону о стечају који је *lex specialis* пропис. Банка поверилац у конкретном случају није гласала за предложени план. Немамо увид какав би став суд заузео по питању дозвољености оваквог стицања да је банка као поверилац гласала за усвајање ове мере плана.

2. Другостепени суд је био става да ће се у конкретном случају кроз реорганизацију постићи повољније намирење у односу на стечај будући да то произилази из процене имовине и поређења намирења у банкротству и реорганизацији по класама поверилаца која је сачињена од овлашћеног проценитеља економско-финансијске струке. Суд није узео у разматрање чињеницу да је план предвиђао намирење одређених поверилаца пре почетка примене плана што значи да су већ постојала средства за њихово намирење па је нелогично да ће се исти ти повериоци у банкротству намирити у мањем проценту. Напротив, суд је испитујући испуњење овог формалног услова за спровођење реорганизације став засновао искључиво на мишљењу проценитеља, без даљег разматрања предложених мера плана и динамике њиховог испуњења. Дакле, став је другостепеног суда да је план детаљно превидео мере намирења поверилаца по класама потраживања, а повериоцима свакако није ускраћена могућност ни да у случају непоступања по усвојеном плану поново иницирају поступак стечаја над дужником и паушално одбио примедбу повериоца која се односи на намирење поверилаца који се намирују пре почетка примене плана као „неосновану“.

<sup>10</sup> Подређеним друштвом банке је сходно Закону о банкама сматра између осталог друштво у коме банка има најмање 20% власништва у капиталу

<sup>11</sup> Сходно одредбама Закона о стечају повезаним се између осталих сматрају и лица која због свог посебног положаја у друштву имају приступ поверљивим информацијама или имају могућност да се упознају са финансијским стањем друштва као и лица која су фактички у позицији да врше значајнији утицај на пословање стечајног дужника

3. Другостепени суд није разматрао примедбу повериоца око формалне испуњености услова за пуноважност плана који се односи на резервисање средстава за намирење поверилаца оспорених потраживања (а који елемент је обавезан по Закону о стечају) и који је предлагач заобишао на претходно описани начин (предлагањем поништавања капитала дужника у који ће ова потраживања бити конвертована уколико се иста покажу као непостојећа).

4. Другостепени суд није разматрао ни примедбе повериоца о неизводљивости плана у ситуацији у којој је дужник у вишегодишњој блокади, без пословања и без иједног запосленог. У суштини, када је у питању план реорганизације у стечају, исти не мора садржати изјаву ревизора о изводљивости плана за разлику од унапред припремљеног плана реорганизације коју ову изјаву садржи. Дакле, изводљивост је у случају плана реорганизације на оцени суда који може у том циљу ангажовати стручна лица (вештаке, ревизоре и сл) да би ову чињеницу потврдио.

5. Другостепени суд је одбио наводе који се тичу посредне повезаности појединих поверилаца са стечајним дужником ослањајући се на налаз вештака који је потврдио да повезаност у смислу одредаба Закона о стечају ипак не постоји. Напомена је да је у идентичној ситуацији тј. за истог дужника по плану поднетом у периоду који је претходно овом конкретном поступку<sup>12</sup> стручно лице ангажовано од стране суда да испита формалну уредност плана заузело мишљење да између ових поверилаца и дужника постоји вишеструка повезаност.

## 8.2. Студија 2

1. Дужник је поднео унапред припремљен план реорганизације.

2. У зависности од тога у коју су класу сврстана, план је предвиђао репрограм целине потраживања или отпис 60% потраживања уз репрограм остатка.

3. Истовремено, предлагач је већинском повериоцу који би имао кључни утицај на изгласавање плана оспорио потраживање (због судских поступака које је у претходном периоду иницирао против тог повериоца) и истовремено га као таквог искључио из гласања о плану уз напомену да ће се наведени поверилац, уколико се његова потраживања покажу основаним, намирити као и повериоци који припадају класи потраживања за коју је предвиђен отпис 60% потраживања. То суштински значи да би у конкретном случају о плану одлучивали мањински повериоци.

4. Изјава ревизора која је приложена уз план наводи да је податке о висини обавеза предлагача ревизор добио од самог друштва, а не из пословних књига и документације друштва (у којима је евидентирано и потраживање повериоца чије је потраживање „оспорено“).

5. Предлагач плана није уз план приложио необавезујућу изјаву већинског повериоца да је упознат са садржином плана и спреман да гласа за његово усвајање (која по Закону о стечају представља обавезујући део плана) имајући у виду да му је потраживање оспорио те га није ни евидентирао као повериоца који гласа о плану.

6. План није садржао објашњење како предлагач намерава да отклони финансијске тешкоће које су довеле до проблема у пословању нити како намерава да остварује приход из кога ће финансирати намирење поверилаца у будућем периоду.

Дужник као предлагач је план повукао те није дошло до гласања о истом. Међутим, треба имати у виду да је

првостепени суд очигледно нашао да план у оваквом нацрту није неуредан са аспекта одредаба Закона о стечају. Будући да није дошло до гласања о оваквом плану па самим тим решење о његовом евентуалном усвајању није било предмет жалбе, непознато је какав би био евентуални став другостепеног суда о оваквом плану.

<sup>12</sup> Дужник је план у идентичном тексту већ поднео али је предлог повукао и након тога поднео исти предлог плана у новом поступку

### 8.3. Студија 3 – пример плана који је на детаљан начин регулисао мере намирења

1. Дужник је поднео унапред припремљен план реорганизације.

2. У плану је предвидео (у зависности од класе којој припадају), намирење необезбеђених поверилаца у ратама, делом из пословања, а делом из средстава остварених уновчењем имовине.

3. У погледу начина измирења у ратама план је предвидео исплату у периоду од пет година након истека грејс периода у коме се измирује само камата према одређеној динамици. У периоду отплате, и то у прва 24 месеца дужник плаћа камату по нижој стопи, а онда свака наредна 24 месеца периода отплате дужник има право да пренесе по једну трећину камате из прва 24 месеца периода отплате у којем камату плаћа по нижој стопи (и тако све до краја периода отплате). На тај начин дужник има право да све до истека периода отплате, у зависности од својих отплатних капацитета преноси део дуга из претходног периода.

4. За повериоце који су били обезбеђени залогом на потраживањима од дужникових дужника предвиђено је намирење из средстава наплаћених потраживања која ће се уплаћивати на посебан наменски рачун. По одбитку износа који припада тој категорији поверилаца остатак средстава са наменског рачуна би био пренешен на рачун дужника. У случају непоштовања овог начина измирења ови повериоци имају право да сами покрену поступак принудног извршења на овим потраживањима.

5. План је детаљно регулисао поступак продаје имовине дужника (како неоптерећене тако и имовине под заложним правом), поступак припреме и оглашавања имовине, поступак снижења цене у случају неуспеле продаје, као и начин измирења поверилаца из постигнуте цене (посебно за оптерећену, а посебно за неоптерећену имовину). Комисија поверилаца именована планом је имала овлашћење да врши измене поступка продаје уз обавезну сагласност поверилаца који имају конституисано средство обезбеђења на конкретној имовини. У случају да дужник у року одређеним планом не спроведе поступак продаје имовине, различни повериоци су имали право да сами врше продају у складу са одредбама поступка извршења, без ограничења која у погледу цене предвиђа план.

6. План је предвидео да уколико дужник не буде у могућности да измири одређену рату дуговања према повериоцима, и поред поштовања свих обавеза у погледу продаје имовине које предвиђа план, та рата ће бити репрограмрана и доспеће на наплату заједно са наредном ратом дуга. Ово важи и за сваку наредну рату коју дужник не буде у могућности да измири јер је продаја имовине изостала иако је дужник учинио у том смеру све радње које су планом предвиђене, али и поред тога није располагао са довољно ликвидних средстава. Уколико из истих разлога дужник не буде у могућности да исплати последњу рату дуговања, цео дуг ће у том случају бити репрограмран на полугодишње рате које доспевају у периоду од наредне три године. На овај начин дужник је осигурао могућност да рок отплате обавеза помери у случају да тржиште покаже да имовина из чије продаје је требало да сервисира обавезе према повериоцима ипак не може да буде уновчена по ценама и у роковима које је план иницијално прописао.

7. План је именовано посебну Комисију поверилаца која је прати спровођење плана и која може од сваког тренутка од дужника захтевати податке и увид у поступак продаје имовине и испуњење осталих обавеза. Уколико дужник не поступи по овом захтеву Комисије поверилаца исто се сматра стечајним разлогом.

8. Будући да је дужник акционарско друштво, план је предвидео и права несагласних акционара на откуп њихових акција од стране друштва (уколико у току примене плана стекну то својство), али само из ликвидних средстава друштва која могу да буду усмерена у сврху откупа њихових акција под условом да се тиме не угрожава намирење осталих поверилаца у складу са условима из плана.

## 9. ЗАКЉУЧАК

---

**9.1.** Природа спашавања и реструктурирања предузећа је сложена и тешко је пронаћи једноставну дефиницију. Међутим, на међународном нивоу, све већи значај процедура реструктурирања може се јасно уочити. На пример, усвајање Директиве Европске уније о превентивном реструктурирању покренуло је талас реформи широм ЕУ са циљем да се подрже друштва да предузму ране, превентивне мере за реструктурирање, како ван тако и у оквиру формалног судског поступка.

**9.2.** Резултат је промоција реструктурирања пословања у фази пречаја. Овај приступ се заснива на консензусу, који користи одредбе уговорног права за решавање финансијских проблема и помаже да се минимизирају штетни поступци који деструктивно утичу на вредност.

**9.3.** Паралелно и стечајни поступци настављају да нуде могућности реорганизације за несолвентна, али одржива предузећа. Овај приступ нуди и Закон о стечају Републике Србије, заједно са подзаконским актима који детаљно регулишу овај поступак.

**9.4.** Ова радна свеска помаже стечајним управницима да сагледају поступак реорганизације, посебно у домену израде, формулисању и праћењу спровођења планова реорганизације.

**9.5.** С обзиром на број поступака несолвентности и реорганизације који су у току у различитим јурисдикцијама, и често супротстављене циљеве који могу постојати у истима, поступци реорганизације могу се значајно разликовати у пракси.

**9.6.** Без обзира на то, на крају ове радне свеске, учесници би требало да разумеју:

9.6.1. циљеве и концепт реорганизације пословања;

9.6.2. израду нацрта плана реорганизације уз поштовање његове обавезне садржине;

9.6.3. сагледавање економско-финансијске позиције друштва у циљу предлагања одговарајућих мера реорганизације и плана пословања; и

9.6.4. сагледавање ставова судске праксе за потенцијално спорна питања.

Надамо се да ће ово помоћи у наставку побољшања локалне праксе и њеног усклађивања са развојем најбоље међународне праксе у овој области.



# 10. БИБЛИОГРАФИЈА

## Србија

1. Закон о стечају ("Службени гласник РС" бр. 104/2009, 99/2011 – други закон, 71/2012 – Одлука УС РС, 83/2014, 113/2017, 44/2018 и 95/2018) [хттпс://www.paragraf.rs/прописи/закон\\_о\\_стецају.хтмл](https://www.paragraf.rs/proписи/закон_о_стецају.хтмл) приступљено дана 10.05.2024. године.
2. Правилник о утврђивању националних стандарда за управљање стечајном масом ("Службени гласник РС", бр. 62/2018) [хттпс://www.paragraf.rs/прописи/правилник\\_о\\_утврђивању\\_националних\\_стандарда\\_за\\_управљање\\_стецајном\\_масом.хтмл](https://www.paragraf.rs/прописи/правилник_о_утврђивању_националних_стандарда_за_управљање_стецајном_масом.хтмл) приступљено дана 10.05.2024. године.
3. Закон о облигационим односима, Сл. лист СФРЈ", бр. 29/78, 39/85, 45/89 – одлука УСЈ и 57/89, „Сл. лист СРЈ", бр. 31/93, „Сл. лист СЦГ", бр. 1/2003 – Уставна повеља и „Сл. гласник РС", бр. 18/2020) и одредбама чл. 119 – 130. Закона о стечају („Сл. гласник РС", бр. 104/2009, 99/2011 – др. закон, 71/2012 – одлука УС, 83/2014, 113/2017, 44/2018 и 95/2018, [https://www.paragraf.rs/propisi/zakon\\_o\\_obligacionim\\_odnosima.html](https://www.paragraf.rs/propisi/zakon_o_obligacionim_odnosima.html) приступљено дана 13.05.2024. године.
4. Закон о проценитељима непокретности, Службени гласник Републике Србије" бр. 108/2016 и 113/2017 – др. Закон, <https://www.paragraf.rs/propisi/zakon-o-prociniteljima-vrednosti-nepokretnosti.html> приступљено дана 13.05.2024. године.
5. Међународни стандарди за процену вредности од 31.01.2022. године, страна 42, штампа и припрема Магнус 2022
6. Одговори на питања Привредних судова, утврђени на седници Одељења за привредне спорове Привредног апелационог суда 07.11.2016 и 08.11.2016. године и на седници Одељења за привредне преступе одржаној 10.11.20216 године.
7. Одговори на питања привредних судова, утврђени на седници Одељења за привредне спорове Привредног апелационог суда 12.11.2013 и 14.11.2013. године и на седници Одељења за привредне преступе и управно-рачунске спорове одржаној дана 06.11.2013. године.
8. Одговори на питања привредних судова утврђени на седници Одељења за привредне спорове Привредног апелационог суда одржаним дана 08.11.2018 и 09.11.2018. године и на седници Одељења за привредне преступе одржаној 05.12.2018. године.
9. Судска пракса привредних судова – Билтен бр. 04/2018.
10. Одговори на питања привредних судова утврђени на седници Одељења за привредне спорове Привредног апелационог суда одржаним дана 18.03.2021 године и на седници Одељења за привредне преступе одржаној 18.03.2021. године.
11. Судска пракса привредних судова – Билтен бр. 3/2020.
12. Одговори на питања привредних судова утврђени на седници Одељења за привредне спорове Привредног апелационог суда одржаним дана 19.11.2019 и 20.11.2019. године и на седници Одељења за привредне преступе одржаној 20.11.2019. године.
13. Судска пракса привредних судова – Билтен бр. 3/2019.
14. Одговори на питања привредних судова утврђени на седници Одељења за привредне спорове Привредног апелационог суда одржаним дана 26.11.2014 и 27.11.2014. године.
15. Одговори на питања привредних судова који су утврђени на седницама одељења Привредног апелационог суда одржаним дана 08.11.2011 и 22.11.2011. године.
16. Решење Привредног апелационог суда Пвж 670/19 од 15.01.2020. године.
17. Решење Привредног апелационог суда Пвж 109/2023 од 11.05.2023. године.
18. Решење Привредног суда у Пожаревцу, Ст. 1/20 од 20.04.2022. године, потврђено Решењем Привредног апелационог суда Пвж 193/22 од 28.07.2022. године.
19. Решење Привредног апелационог суда Пвж 380/17 од 02.11.2017. године.
20. Решење Привредног апелационог суда Пвж 138/18 од 12.06.2018. године.
21. Решење Привредног апелационог суда Пвж 31/17 од 14.02.20216. године.
22. Решење Привредног апелационог суда Пвж 571/16 од 02.11.2016. године.
23. Решење Привредног апелационог суда Пвж 24/15 од 18.02.2015. године.
24. Решење Привредног апелационог суда Пвж 185/15 од 29.04.2015. године.

## Међународна

1. Светска банка. 2016. Принципи за ефективну несолвентност и режиме поверилаца/дужника. © Светска банка. < > Лиценца: Креативе Цоммонс Атрибутион ЦЦ БИ 3.0 ИГО, приступљено 16. фебруара 2024, приступљено 20. марта 2024.
2. Светска банка. 2012. Вансудско реструктурирање дуга. © Светска банка. < хттп: [//документс1.ворлдбанк.орг/цуратед/ен/417551468159322109/пдф/662320ПУБ0ЕПИ00туринг09780821389836.пдф](https://документс1.ворлдбанк.орг/цуратед/ен/417551468159322109/пдф/662320ПУБ0ЕПИ00туринг09780821389836.пдф) > Лиценца: Креативе Цоммонс Атрибутион ЦЦ БИ 3.0 ИГО, приступљено 20. март.
3. Међународни монетарни фонд, 'Уредне и ефикасне процедуре за несолвентност' (ММФ, 2. август 1999.) < хттпс: [//www.imf.org/en/Publications/Books/Issues/2016/12/30/Orderly-and-Efficient-Insolvency-Procedures-3147](https://www.imf.org/en/Publications/Books/Issues/2016/12/30/Orderly-and-Efficient-Insolvency-Procedures-3147) >, приступљено 20. марта 2024.
4. ЕБРД, „Основни принципи ефикасног система несолвентности“ (мај 2021.), < хттп: [//www.ebrd.com/legal-reform/ebd-insolvency-core-principles.pdf](https://www.ebrd.com/legal-reform/ebd-insolvency-core-principles.pdf) >, приступљено 20. марта 2024.
5. ЕБРД, 'Принципи носиоца стечајне канцеларије' (јул 2021), < [13472 ЕБРД \(Принципи инсолвентних канцеларија АРТВОРК\) \(9\).пдф](https://www.ebrd.com/legal-reform/ebd-insolvency-core-principles.pdf) >, приступљено 20. марта 2024.
6. Комисија Уједињених нација за међународно трговинско право (УНЦИТРАЛ), Законодавни водич о закону о несолвентности (Публикације Уједињених нација 2005), < хттпс: [//unctral.un.org/sites/unctral.un.org/files/media-document/unctral/en/05-80722\\_ebook.pdf](https://unctral.un.org/sites/unctral.un.org/files/media-document/unctral/en/05-80722_ebook.pdf) >, приступљено 20. марта 2024.
7. Директива Савета 1023/2019 од 20. јуна 2019. о поступцима у случају несолвентности (2015), ОЈ Л 172, 26.6.2019, стр. 18–55 < хттпс: [//eur-lex.europa.eu/eli/dir/2019/1023/oj](https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2019/1023/oj) > приступљено 20. марта 2024.
8. Закон о јужноафричким компанијама (2008), < хттпс: [//www.gov.za/sites/default/files/gcis\\_document/201409/321214210.pdf](https://www.gov.za/sites/default/files/gcis_document/201409/321214210.pdf) >, приступљено 20. марта 2024.
9. Родриго Оливарес Цаминал, Убрзано реструктурирање корпоративног дуга: концептуални оквир и практична питања, у Убрзано реструктурирање корпоративног дуга у ЕУ, Р. Оливарес-Цаминал (Едс.), Окфорд Университи Пресс, 2015.

# АУТОРИ И САРАДНИЦИ

## Аутори:

### Paul Omar

Paul је академски правник који ради у британском сектору високог образовања и такође и као консултант бројних међународних институција активних у сектору инсолвентности.

Paul је радио британској академији 25 година, углавном на Универзитету у Сасексу, као и у Велсу и Источном Мидлендсу. ренутно је виши предавач земљишног права на Универзитету Де Монтфорт у Лестеру. Такође је имао гостовања на Универзитету у Преторији, Универзитетском колеџу у Лондону и на Правном институту Џерси, Сент Хелијер. Његови истраживачки интереси обухватају стечајно, корпоративно и имовинско право и објавио је преко 230 књига, уређиваних збирки, поглавља и чланака. Уредник је часописа International Insolvency Review и члан уређивачког одбора Eurofenix кварталног часописа INSOL Europe.

Paul је радио као секретар Академског форума INSOL Europe и као члан Управног одбора Међународне академске групе INSOL, заједничког академско-практичарског пројекта INSOL Europe о сарадњи и комуникацијама, Академске саветодавне групе на пројекту међународне дипломе INSOL и одбора за INSOL-ов међународни курс за глобалну стечајну праксу. У скорије време, Paul је био члан Експертске групе Европске комисије за реструктурирање и стечај, која је помогла у изради нацрта Директиве о превентивном реструктурирању и облику нове иницијативе за усклађивање несолвентности објављене у децембру 2022.

Paul је тренутно консултант Европске банке за обнову и развој и радио је/ради на пројектима у Јерменији и Србији. Такође је спољни саветник курса за индијску диплому из несолвентности и координатор техничког истраживања за INSOL Europe.



### Бранка Весовић

Бранка Весовић има велико правно искуство у областима привредног, банкарског и финансијског права, решавања спорова и финансијског реструктурирања. Претходно је радила као виши правни саветник у workout одељењима две међународне банке присутне на српском тржишту. Ради у банкарској и финансијској пракси, а посебно је специјализована за синдицирано и пројектно финансирање, дубинску анализу кредитног портфолија, банкрот и реструктурирање и наплату потраживања.

Њено релевантно радно искуство у области стечаја и реструктурирања обухвата саветовање Piraeus bank SA Грчка, Credit Agricole Bank Србија, као и Societe Generale Bank Србија, у вези са вансудским поступцима реструктурирања, као и у вези са стечајним поступцима у погледу различитих компанија из грађевинске, фармацеутске и пољопривредне делатности. Она је правни саветник стечајног управника С&А Србија, у једном од највећих стечајних поступака у Србији до сада.



## Лука Андрић

Лука Андрић има преко 25 година искуства у правној пракси, са примарним фокусом на раду на сложеним правним трансакцијама у Србији и региону и саветовању међународних и домаћих финансијских институција. Његова стручност је посебно у области инсолвентности и реструктурирања, где је током година саветовао и кредиторе и дужнике у многим водећим случајевима реструктурирања и стечаја у Србији. Поседује значајно искуство у раду како са државним органима Србије, тако и са међународним и домаћим корпоративним клијентима.



Лука је у београдску адвокатску комору примљен 2001. године. 2007. и 2008. био је државни секретар у Министарству економије и регионалног развоја Србије, задужен за послове привреде и приватизације. Од 2008. до 2011. био је специјални правни саветник потпредседника Владе Србије, водећи преговоре о уговарању значајних инфраструктурних и ЈПП пројеката, укључујући финансирање путног коридора X предвођено међународним финансијским институцијама, оснивање заједничког привредног друштва између српске Владе и Fiat SpA итд.

Током протеклих 10 година, господин Андрић је био експерт ЕБРД-а, УСАИД-а и Светске банке за питања банкарства, државних предузећа, стечајног права и финансијског реструктурирања, укључујући и регулаторни и пројектни рад. Као шеф комисије Владе Србије за израду нацрта прописа, господин Андрић је имао кључну улогу у изради нацрта Закона о стечају из 2009. године, Закона о привредним друштвима из 2011. године и Закона о добровољном финансијском реструктурирању из 2015. године, а учествовао је и као члан комисија за израду нацрта у припреми измена и допуна Закона о стечају из 2017. године и нацрта Националних стандарда за стечај.

Лука је један од оснивача и дугогодишњи члан управе Удружења Turnaround Management Association.

## Данијела Илић

Данијела Илић је професионални проценитељ непокретности са преко 24 година искуства као судски вештак и преко 16 година искуства у периоду пост-квалификације у процени непокретности. Члан је Краљевске институције овлашћених проценитеља (FRICS) и признати европски проценитељ (REV).



У периоду 2005-2008. постављена је за директора одељења за процене у ЕФГ Еуробанк, Србија, где је осим управљања тим одељењем била задужена и за успостављање мреже проценитеља широм Србије, обављање послова контрола процена, организовање семинара за интерне и спољне проценитеље.

У 2006. години основала је прво професионално удружење проценитеља у Србији, Национално Удружење Проценитеља Србије (НУПС), које је данас акредитовано од стране Министарства финансија РС. НУПС је члан препознатих међународних организација које успостављају стандарде за процене (TEGOVA, IVSC) и члан је управног одбора iIBV (Међународни институт за процене пословања). Као председник НУПС-а иницирала је успостављање образовног програма на српском језику који је акредитован и од стране iIBV и ASA (Америчко друштво проценитеља). Од 2011 године Данијела Илић је креатор и предавач образовног програма за проценитеље непокретности у НУПС-у, који је касније акредитован од стране Министарства финансија Републике Србије.

Од 2013. -2015. године била је ангазована као члан радне групе за доношење Закона о проценитељима непокретности у Србији.

У децембру 2019. године добила је акредитацију Националне академије за Јавну управу за организовање образовног програма „Управљање општинском имовином“ за запослене у јавној администрацији.

## Мирослава Блажић Мајсторовић

Мирослава поседује преко 20 година искуства у области трансакција спајања и преузимања (M&A), реструктурирања, корпоративних финансија и банкарства. Стекла је значајно искуство у пружању услуга финансијског саветовања на трансакцијама у разним секторима (попут банкарства, сектора робе широке потрошње, некретнина, фармације, авијације, обновљивих извора енергије, итд.), превасходно у Србији и другим државама југоисточне Европе, саветујући државне институције, домаће и иностране компаније и финансијске институције. Такође поседује и одређено искуство у области банкарства, стечено током рада за једну домаћу банку, где је обављала послове у области инвестиционог, а касније и комерцијалног банкарства.

Мирослава је учествовала на неким од најзначајнијих приватизација и приватних трансакција у Србији и региону. Била је ангажована и управљала тимовима на разним трансакцијама од закључења мандата, преко детаљне анализе пословања (due diligence), процене вредности, структурирања трансакције, припреме понуда, преговора до закључења саме трансакције. Поред наведеног, била је ангажована и на изради бизнис планова за различите намене, од обезбеђивања финансирања, процене вредности капитала до планова за потребе поступка реорганизације.

Мирослава је завршила студије на Економском факултету у Београду, одсек за финансије, банкарство и осигурање 2003. године. Такође поседује и дозволу за обављање послова портфолио менаџера издату од стране Комисије за хартије од вредности Републике Србије 2007. године.



## Бранко Радуловић

Бранко Радуловић је редовни професор економије на Правном факултету Универзитета у Београду. Дипломирао је на Универзитету у Београду, магистрирао економију са одликом на Универзитету у Бирмингему, Велика Британија, и докторирао, такође са одликом у области институционалне економије и економске анализе права на Универзитету у Торину. Бранко је био гостујући истраживач на Правном факултету Универзитета Корнел и гостујући предавач на неколико универзитета у иностранству.

Бранко има више од 25 година искуства у изради и имплементацији пројеката техничке помоћи, а током своје каријере радио је за Светску банку и као истраживач у неколико српских истраживачких института. Његова професионална интересовања укључују економску анализу права, анализу јавних политика, приватизацију, стечај и реструктурирање, примењену економетрију. Његови радови су објављени у водећим академским часописима као што су European Journal of Law and Economics и European Business Organization Law Review. Бранко је био консултант за већег броја међународних финансијских и развојних институција, укључујући Светску банку и EBRD. Бранко је један од аутора српског Закона о стечају.



## Сарадници:

### Kerry Trigg

Kerry Trigg је радила као стечајни управник у Великој Британији око 30 година, радећи у тиму за реструктурирање компаније Ernst & Young (EY). Током тог времена, стекла је широко искуство у корпоративном реструктурирању, делујући као главни стечајни управник и у трговинским управама и у поступцима банкрутства. Kerry такође има значајно искуство у међународном реструктурирању солвентних и несолвентних група компанија за клијенте са седиштем у Великој Британији и САД, а и у многим европским јурисдикцијама.

Искуство у корпоративном реструктурирању које Kerry има покрива многе индустријске секторе, укључујући грађевинарство, транспорт, индустријску производњу, штампање, телекомуникације, истраживање нафте, финансијске услуге, угоститељство, науке, одбрану и добротворне секторе.

Била је блиско укључена и у развој и маркетинг EY понуде за рационализацију правног лица и развила је и организовала интерне курсеве обуке за особље EY у Великој Британији и Европи.

**Нортел Група:** због свог посебног искуства у процесима реструктурирања и рачуноводства у Француској, у комбинацији са познавањем језика, Kerry је наставила да пружа специјализирану помоћ EY на консултантској основи до закључења поступка 2021. године.

**ЕБРД:** од марта 2019. Kerry је ангажована на консултантској основи за ЕБРД као део пројекта правне транзиције за обуку и усавршавање локалних стечајних управника у Јерменији. Ово је био први пројекат формалне обуке за јерменске стечајне управнике и спроведен је онлајн 2022. године. То је довело до тога да је више од 90% јерменских стечајних управника завршило обуку, што је сада обавезан услов постављен на годишњем нивоу.



### Catherine Bridge Zoller

Catherine Bridge Zoller је виши саветник за финансијско право у ЕБРД-овом Програму правне транзиције, који има за циљ да промовише правно окружење погодно за инвеститоре, транспарентно и предвидљиво у земљама у којима ЕБРД послује. Откако се придружила ЕБРД-у 2012. године, Catherine је водила пројекте реформе несолвентности и финансијског права у различитим јурисдикцијама у Европи, Централној Азији, Северној Африци и на Блиском истоку.

Catherine је алумни Clifford Chance LLP, где је радила у канцеларијама компаније у Лондону, Милану, Минхену и Дубаију. Држављанка Велике Британије и Канаде, Catherine је квалификовани адвокат у Енглеској и Велсу.



