

ИЗВОРНИ НАУЧНИ ЧЛАНАК

ДЕМИСТИФИКАЦИЈА “ЗОНЕ СУМРАКА” - КАДА ПОСТОЈИ ВЈЕРОВАТНОЋА НАСТУПАЊА ИНСОЛВЕНТНОСТИ?

Ирена Радић¹*Правни факултет Универзитета у Бањој Луци*

Апстракт: “Зона сумрака” у пословању привредног друштва је период у коме је његова финансијска и пословна ситуација погоршана до те мјере да је наступање инсолвентности вјероватно, али ипак и даље постоји могућност опоравка и наставка пословања. Дакле, то је један аморфни период између солвентности и инсолвентности када су интереси повјерилаца, запослених и осталих стејкхолдера нарочито угрожени, усљед веће спремности на ризик и опортунистичко понашање лица која представљају друштво.

Упоредноправно посматрано, постоје различити инструменти заштите интереса повјерилаца и осталих стејкхолдера у „зони сумрака“. Један од тих инструмената је проширење објекта посебних дужности према друштву на повјериоце и остале стејкхолдере. Наведени приступ је усвојен Директивом о реструктурирању и инсолвентности која предвиђа обавезу држава чланица да обезбиједи да директори, у периоду када постоји вјероватноћа наступања инсолвентности, узимају у обзир интересе повјерилаца, чланова и осталих стејкхолдера. У овом раду ћемо покушати да одредимо тренутак у коме се сматра да је наступање инсолвентности вјероватно, односно тренутак када друштво улази у “зону сумрака” и када из “зоне сумраке” излази. Заложимо се за примјену субјективно – објективног критеријума, који би се заснивао на претпостављеном знању лица са дужностима према друштву да је наступање инсолвентности вјероватно уколико су испуњени одређени објективни критеријуми. Ради утврђивања објективних критеријума (индикатора инсолвентности) анализираћемо могућности употребе модела за предвиђање инсолвентности и система раног упозоравања.

¹ Мастер права, асистент Правног факултета Универзитета у Бањој Луци. irena.radic@pf.unibl.org

Кључне ријечи: *пријетећа инсолвентност, зона сумрака, дужности директора, модели за превиђање инсолвентности, системи раног упозорења.*

1. УВОД

Сумрак је период дана који настаје ујутро, прије изласка Сунца и навече, након заласка, када је небо дјелимично освијетљено расутим Сунчевим свјетлом. У сумрак, Земља није у потпуности освијетљена, нити је у потпуном мраку. “Зона сумрака” у пословању привредног друштва је период у коме је његова финансијска и пословна ситуација погоршана до те мјере да је наступање инсолвентности вјероватно, али ипак и даље постоји могућност опоравка и наставка пословања.

Улазак друштва у „зону сумрака“, ствара подстицај члановима друштвима и директорима да ризикују, улазећи у све неизвјесније пословне подухвате, или да смишљају начине како да већи дио имовине друштва „извуку“ за себе или ставе ван домаћаја повјерилаца у касније отвореном стечајном поступку. Дакле, у овом периоду постоји повећан ризик од опортунистичког понашања лица која представљају друштво на штету повјерилаца, те им је неопходно обезбједити адекватну заштиту. Поред повјерилаца, када друштву пријети инсолвентност, посебно су угрожени интереси запослених, што је првенствено посљедица њиховог слабијег (подређеног) положаја у односу на послодаваца и немогућности диверзификације ризика. На крају, друштво које је у финансијској кризи ће бити нарочито склоно друштвено непожељном понашању, правећи неопходне уштеде на штету животне средине, људских права, нарушавањем слободне тржишне утакмице, избјегавањем плаћања пореза и сл., отуда је несумњиво да и ове интересе треба заштити.

Упоредноправно посматрано, постоје бројни механизми компанијског права којима се настоји обезбједити заштита повјерилаца, запослених и осталих стејкхолдера у периоду када друштву пријети инсолвентност. Директива о реструктурирању и инсолвентности² предвиђа да у овом периоду долази до проширења објекта посебних дужности директора (и осталих лица са дужностима према друштву) на повјериоце и остале стејкхолдере. Дакле, након имплементације члана 19. Директиве, у државама чланицама Европске уније, директори ће бити дужни да, у периоду када постоји

² Directive (EU) 2019/1023 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 on preventive restructuring frameworks, on discharge of debt and disqualifications and on measures to increase the efficiency of procedures concerning restructuring, insolvency and discharge of debt, and amending Directive (EU) 2017/1132, OJ L 172/18, даље у тексту: Директива о реструктурирању и инсолвентности или Директива, чл. 19. Рок за имплементацију директиве је 17. јули 2021.

вјероватноћа наступања инсолвентности, узму у обзир и интересе повјерилаца, чланова (акционара) и осталих стејкхолдера. У одређеном броју држава дужност директора да у периоду пријетеће инсолвентности раде у интересу повјерилаца или да узму у обзир њихове интересе, већ постоји: (Кипар, Данска, Естонија, Мађарска, Ирска, Латвија, Малта, Уједињено Краљевство).³ Насупрот томе, у домаћем праву, као и највећем броју држава европске континенталне правне традиције, не долази до промјене односно проширења⁴ објекта посебних дужности у периоду пријетеће инсолвентности на повјериоце. Интерес друштва остаје једини интерес за који директори треба да раде, док се интереси осталих стејкхолдера штите (бар теоретски) посредно – кроз заштиту и остварење интереса друштва. Међутим, у пракси је интерпретација интереса друштва била под доминантним утицајем *shareholder* теорије о првенственом интересу чланова (акционара), те се интерес друштва изједначавао са интересом чланова (акционара). Наведни закључак потврђује и Студија о дужностима директора и одрживом корпоративном управљању⁵ објављена у јулу 2020. године која је као једну од кључних препрека одрживом корпоративном управљању идентификовала управо орјентисаност директора на интерес акционара, што је последица преуског тумачења интереса друштва, који се редовно изједначава са краткорочним интересима акционара (максимализација профита), док се остали интереси занемарују.

Директива о реструктурирању и инсолвентности оставља слободу државама чланицама да одлуче на који начин ће обезбиједити да директори, бар у периоду пријетеће инсолвентности, узимају у обзир и интересе повјерилаца и осталих стејкхолдера. У сваком случају, државе чланице ће морати водити рачуна да обезбиједи правну сигурност, јасно одређујући на који начин директори треба да се понашају - да ли треба да балансирају различите интересе, третирајући их као једнаке без обзира на тежину финансијских проблема у којима се друштво налази, или да дају приоритет оним интересима који су више угрожени у датом тренутку, или треба да узму неки трећи приступ. Осим тога, приликом имплементације члана 19.

3 Carsten Gerner - Beuerle, Edmund – Phillip Schuster, “The Evolving Structure of Directors’ Duties in Europe”, *European Business Organization Law Review*, 15 (2014): 224.

4 У литератури се често говори о заокрету у дужностима директора (енгл. *shifting directors’ duties*) према повјериоцима, што би могло да имплицира да директори престају да штите интересе друштва и његових чланова и фокусирају се искључиво на заштиту интереса повјерилаца, док се заправо ради о томе да су директори дужни да узму у обзир и интересе повјерилаца, поред интереса друштва и његових чланова, што значи да се ради о проширењу дужности, а не о заокрету.

5 European Commission, *Study on Directors’ Duties and Sustainable Corporate Governance - Final Report*, Brussels, 2020, доступно на:

<https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>, 20.08.2020.

Директиве биће неопходно јасно одредити моменат када друштво прелази из фазе солвентности у фазу пријетеће инсолвентности, а потом у фазу инсолвентности, односно биће потребно одредити временски оквир зоне пријетеће инсолвентности. Иако је то једно од питања на које не постоји јединствен и адекватан одговор ни у правној литератури, нити у законодавству и правној пракси, чини се да се одређен одговор назире на хоризонту. Наиме, Директива о реструктурирању и инсолвентности предвиђа обавезу држава чланица да успоставе системе раног упозоравања (енгл. *early warning tools*) на околности које могу указати да постоји вјероватноћа наступања инсолвентности.⁶ Иако алати раног упозоравања превасходно имају за циљ да подстакну одговорна лица у друштвима да благовремено покрену поступак реструктурирања, према нашем мишљењу, требало би обезбиједити да се они користе и код процјене момента у коме долази до промјене, односно проширења дужности директора. Стога ћемо анализирати могућност таквог приступа.

Уколико сви елементи дужности директора да узимају у обзир интересе повјерилаца и осталих стејкхолдера не буду јасно одређени, постоји опасност да ће директори бити склони на претјерано уздржавање од предузимања пословних ризика у страху од одговорности, те би на тај начин основни циљ Директиве - промоција културе спасавања (енгл. *rescue culture*) и очувања одрживог пословања, био угрожен. У самој преамбули Директиве се истиче да директори не смију бити обесхрабрени да доносе разумне пословне одлуке и преузимају разумне пословне ризике, нарочито када би то могло да унаприједи изгледе за реструктурирање потенцијално одрживог пословања.

Рад је подијељен на четири дијела. У првом дијелу ћемо покушати да приближимо сам појам „зоне сумрака“ и „пријетеће инсолвентности“, а потом ћемо одредити када „зона сумрака“ престаје. С обзиром на то да се престанак „зоне сумрака“ везује за наступање инсолвентности, ближе ћемо одредити сам појам инсолвентности, односно платежну неспособност и презадуженост. Док су ови појмови дефинисани у стечајном праву већине држава, моменат у коме настаје „вјероватноћа да ће наступити инсолвентност“ није прецизно одређен у упоредном праву и пракси, као ни у самој Директиви о реструктурирању и инсолвентности. Стога ћемо у четвртој дијелу рада анализирати моменат у коме почиње „зона сумрака“, односно у коме наступа вјероватноћа да ће друштво постати инсолвентно. Пошто овај моменат анализирамо у контексту дужности и одговорности директора, предложимо примјену субјективног критеријума, заснованог

⁶ Директива о реструктурирању и инсолвентности, чл. 3

на објективним индикаторима пријетеће инсолвентности. У циљу објективизације момента наступања пријетеће инсолвентности, размотрићемо примјену модела за предвиђање инсолвентности и система (алата) раног упозоравања.

2. „ЗОНА СУМРАКА“ У ПОСЛОВАЊУ ПРИВРЕДНОГ ДРУШТВА

„Вјероватноћа да ће наступити инсолвентност“, „пријетећа инсолвентност“, „ризик од инсолвентности“, „ризик од стечаја“, „зона сумрака“ (енгл. *likelihood of insolvency, vicinity of insolvency, risk of insolvency, imminent insolvency, twilight zone*) само су неки од израза који се користе да би описали финансијску и пословну ситуацију привредног друштва када се оно налази на прелазу између солвентности и инсолвентности, када постоји посебан ризик да ће управа друштва и контролни чланови доносити одлуке којима ће покушати да „извуку“ што више за себе, науштрб интереса повјерилаца, запослених и осталих стејкхолдера. Михајловић истиче да је то период у коме је финансијска и пословна ситуација привредног друштва погоршана до мјере да је наступање инсолвентности готово извјесно, али ипак, и даље постоји могућност оздрављења и наставка пословања.⁷ Дакле, говоримо о једном аморфном периоду између солвентности и инсолвентности, те ћемо, у циљу ближег одређења овог периода поћи од самог појма инсолвентности, односно одговорићемо на питање када се сматра да је наступила инсолвентност.

3. НАСТУПАЊЕ ИНСОЛВЕНТНОСТИ - ПРЕСТАНАК „ЗОНЕ СУМРАКА“

У контексту промјене односно проширења објекта посебних дужности директора, одређивање момента у коме наступа инсолвентност је значајно јер тада престаје зона пријетеће инсолвентности а наступа зона инсолвентности. Од момента наступања инсолвентности, више не важе правила корпоративног управљања, него „стечајног управљања“. Директори, односно управа друштва ће бити дужни да поднесу приједлог за отварање стечајног поступка, а најважнији интереси о којима треба да воде рачуна су интереси повјерилаца. Ипак, као што ћемо видјети, ни одређивање момента у којем се сматра да је друштво инсолвентно, није једноставан задатак.

⁷ Борко Михајловић, “Посебне дужности у периоду ризика од стечаја”, *Анали Правног факултета у Београду*, LXVII, 3 (2019): 190

Прије него што одговоримо на питање када наступа инсолвентност, указаћемо на једну термилошку дилему. Наиме, у српском праву инсолвентност се, како примјећује Радовић, традиционално поистовјећује са појмом неспособности плаћања, иако би за означавање неспособности плаћања примјеренији термин био неликвидност, док инсолвентност више одговара појму презадужености.⁸ Наиме, економски посматрано, израз инсолвентност се превасходно односи на ситуацију када дугови дужника премашују вриједност његове имовине.⁹ Ипак, аутор указује да се у стечајној теорији и правној пракси одомаћио термин инсолвентност за означавање неспособности плаћања,¹⁰ те и ми користимо термин инсолвентност у том ширем значењу, тако да обухвата и презадуженост и неспособност плаћања.

Презадуженост (енгл. *overindebtness*, *balance sheet solvency test*, њем. *Uberschuldung*,) представља такво економско – финансијско стање дужника код кога је његова имовина мања од обавеза.¹¹ У домаћем праву она није предвиђена као стечајни разлог, док га налазимо, примјера ради, у њемачком, аустријском, чешком, словачком, словеначком и хрватском стечајном праву. Неспособност плаћања (њем. *Zahlungsunfähigkeit*, енгл. *illiquidity*, *cash flow insolvency test*) стечајног дужника, у домаћем стечајном праву, представља основни разлог за отварање стечајног поступка, а дефинисана је као немогућност извршавања доспјелих и потраживаних обавеза плаћања.¹² Закон о стечају уводи двије претпоставке неспособности плаћања, односно двије ситуације у којима ће се сматрати да је стечајни дужник платежно неспособан: а) ако 60 дана непрекидно не измирује своје доспјеле новчане обавезе и б) ако је рачун стечајног дужника блокиран 60 дана непрекидно.¹³ Дакле, стандард неспособности плаћања везује се за трајнију неспособност плаћања (најмање 60 дана), при чему законодавац изричито прописује да околност да стечајни дужник није подмирио или не може подмити у цјелости или дјелимично потраживања неких повјерилаца, сама по себи не значи да је платежно неспособан.¹⁴ Поставља се питање, шта значи немогућност стечајног дужника да подмири потраживања „неких повјерилаца“? Законодавац не одговара на ово питање, те је

8 Вук Радовић, *Стечајно право - књига прва* (Београд: Универзитет у Београду - Правни факултет, 2018), 352.

9 *Ibid.*, 369. Примјера ради, у америчком праву, инсолвентност је дефинисана као финансијско стање код кога су дугови дужника већи од његове имовине, при чему се њихова вриједност мора правично процијенити. Вид. *Ibid.*

10 *Ibid.*, 353.

11 *Ibid.*, 368

12 *Закон о стечају*, „Службени гласник Републике Српске“, бр. 16/2016, чл. 5. – даље: ЗОС.

13 *Ibid.*

14 ЗОС, чл. 5. ст. 3.

на суду да у сваком конкретном случају процијени проценат потраживања која не могу бити намирена како би се сматрало да постоји неспособност плаћања. У Њемачкој се раније захтијевало да неспособност плаћања буде *битна*, а у пракси је овај стандард тумачен тако да дужник не може да плати више од 10% својих обавеза.¹⁵ Сходно томе, према Радовићу, требало би заузети став да ако дужник није у могућности да одговори малом проценту својих укупних обавеза, испод 10% или 5%, не би га требало сматрати неспособним за плаћање.¹⁶ Ипак, занимљиво је да домаћи законодавац предвиђа да ће се стечајни поступак отворити директно ако је приједлог за отварање поднио повјерилац који има правоснажно рјешење о извршењу које је неизмирено 90 дана.¹⁷ Тада стечајни судија прихвата као претпоставку да је немогућност плаћања стечајног дужника доказана, независно од тога што је ријеч о потраживању само једног повјериоца и независно од износа потраживања.

4. НАСТУПАЊЕ ПРИЈЕТЕЋЕ ИНСОЛВЕНТНОСТИ - ПОЧЕТАК „ЗОНЕ СУМРАКА“

Вјероватноћа наступања инсолвентности може се утврђивати на основу субјективних и објективних критеријума. Примјена субјективног критеријума заснива се на субјективној процјени директора о финансијској ситуацији друштва и изгледима да друштво у скоријем периоду постане инсолвентно.¹⁸ Овдје је фокус на ономе што је директор *знао или је као савјестан и добар привредник морао знати*. УНЦИТРАЛ водич за стечајно право препоручује управо примјену субјективног критеријума - да дужности према повјериоцима наступају у моменту када је директор знао или морао знати да је инсолвентност пријетећа или неизбјежна.¹⁹

У том смислу, могли бисмо рећи да дужност директора да узму у обзир интересе повјерилаца и осталих стејкхолдера наступа у оном тренутку када су знали или су према свим околностима морали знати да постоји вјероватноћа наступања инсолвентности. Односно, директори би могли бити одговорни за кршење посебних дужности уколико, приликом доношења пословне одлуке, нису узели у обзир интересе повјерилаца и осталих стејкхолдера (поред интереса чланова) а знали су или су морали знати да

15 Радовић, *Стечајно право*, 357.

16 *Ibid.*

17 ЗОС, чл. 98.

18 Михајловић, “Посебне дужности у периоду ризика од стечаја”, 191.

19 UNCITRAL, *Legislative Guide on Insolvency Law - Part Four: Directors' Obligations in the Period Approaching Insolvency* (New York: United Nations, 2013), 16.

постоји вјероватноћа наступања инсолвентности. Према општем правилу у материји доказивања, терет доказивања несавјесности члана управе ће бити на страни онога ко је поступак започео. Доказивање субјективног стања свијести директора, међутим, није нимало лак задатак за тужиоца, нарочито уколико не успоставимо објективне критеријуме, процјењиве од стране трећих лица, на основу којих бисмо могли прецизно одредити да ли је инсолвентност заиста била пријетећа у одређеном тренутку у прошлости. У том смислу, сматрамо да је неопходно утврдити објективне критеријуме (индикаторе) који би бацили свјетло на претпостављено знање директора да је наступање инсолвентности било вјероватно. Дакле, уколико би тужилац доказао постојање (једног или више) објективних индикатора вјероватноће наступања инсолвентности, требало би усвојити претпоставку несавјесности директора – да је он знао или морао знати да је наступање инсолвентности било вјероватно, а директор би могао да доказује супротно. На овај начин би терет доказивања савјесности био пребачен на самог директора. Поред тога, тужилац би могао да доказује да је директор знао или морао знати да је наступање инсолвентности вјероватно, независно од тога што објективни критеријуми нису били испуњени. Потенцијалне објективне критеријуме ћемо анализирати у наредном дијелу.

4.1. Објективни критеријуми за процјену наступања пријетеће инсолвентности

Објективни критеријум подразумејева утврђивање степена економских и финансијских тешкоћа у којима се привредно друштво налази (на основу одређених објективних околности, прим. аут) и процјену да ли су те тешкоће значајне у тој мјери да постоји опасност скоријег отварања стечајног поступка.²⁰ С обзиром на то да ризик од стечаја почиње прије него што су испуњене законске претпоставке за постојање инсолвентности, Михајловић предлаже сљедеће објективне критеријуме: привремена обустава плаћања (краћа од 30 дана), застој у плаћању, немогућност намирења новчаних обавеза у року краћем од 45 дана од доспјелости, смањивање нето имовине друштва, мноштво још увијек недоспјелих обавеза које могу негативно да утичу на ликвидност и сл.²¹ На основу овако предложених критеријума, а узимајући у обзир претпоставке инсолвентности у домаћем стечајном праву, могло би се сматрати да пријетећа инсолвентност постоји ако дужник не измирује обавезе краће од 60 дана или ако је рачун дужника блокиран краће од 60 дана. Занимљиво је рјешење усвојено у хрватском сте-

²⁰ Михајловић, “Посебне дужности у периоду ризика од стечаја”, 190.

²¹ *Ibid.*, 193.

чајном праву, које прописује одређене објективне критеријуме на основу којих ће се сматрати да постоји претпоставка пријетеће неспособности плаћања, као основа за покретање предстечајног поступка. Ти објективни критеријуми су:

- Ако дужник у Регистру основа за плаћање који води Финансијска агенција има једну или више евидентираних, неизвршених, ваљаних основа за плаћање које је требало, без даљег пристанка дужника, наплатити са његових рачуна,
- Ако дужник дуже од 30 дана касни са исплатом плате која раднику припада по уговору о раду, правилнику о раду, колективном уговору, посебном пропису или другом акту којим се утврђују обавезе послодавца према раднику, или
- Ако дужник у року од 30 дана не уплати порезе и доприносе на плате радника, рачунајући од дана када је раднику био дужан исплатити плату.²²

Иако се на основу наведених објективних критеријума успоставља претпоставка неспособности плаћања као основа за покретање предстечајног поступка, чињеница је да у том периоду мора доћи и до проширења дужности директора према повјериоцима и осталим стејкхолдерима. Ипак, наше је мишљење да би дужност директора да узму у обзир интересе повјерилаца и осталих стејкхолдера требало да буде везана за неки ранији тренутак у односу на представљене објективне критеријуме. Наиме, директори, као лица која су највише упућена у пословање друштва, сасвим сигурно могу раније постати свјесни да је финансијска ситуација друштва погоршана до те мјере да је наступање инсолвентности постало вјероватно и у том периоду могу бити склони понашању које оштећује повјериоце, запослене и остале стејкхолдере. Са друге стране, од директора не можемо очекивати да предвиђају пријетећу инсолвентност „гледањем у кристалну куглу“, односно да предвиђају развој финансијске ситуације друштва предалеко у будућност. Осим тога, антиципирана заштита повјерилаца када друштво још није инсолвентно се сматра скептицизмом и може наметнути превелика ограничења директорима, учинити да буду превише опрезни и да избјегавају ризик, чак и када би он, са аспекта опоравка друштва, био пожељан.²³

У том смислу, потребно је одредити одређен период за који је вјероватно да директори могу предвидјети да друштву пријети наступање инсол-

²² *Stečajni zakon*, „Narodne Novine Republike Hrvatske“, br. 71/15, 104/17, чл. 4. ст. 2.

²³ Gaia Balp, “Early Warning Tools at the Crossroads of Insolvency Law and Company Law”, *Global Jurist*, 2 (2019): 17.

вентности. Сматрамо да би то могао бити период од 6 мјесеци до годину дана. Наведени закључак није произвољан. У наставку ћемо представити моделе за предвиђање инсолвентности (банкрота), који са највећим степеном вјероватноће предвиђају наступање инсолвентности кроз период од 1 године. Сматрамо да би се редовном примјеном ових модела, под условом да се развију модели прилагођени нашим тржишним условима, могло обезбиједити да директори благовремено имају информације о погоршању финансијске ситуације друштва која би могла да доведе до инсолвентности.

4.1.1. Модели за предвиђање инсолвентности (банкрота)

Један од приједлога јесте да се период пријетеће инсолвентности одређује примјеном модела за предвиђање банкрота (инсолвентности). Употребом ових модела у редовном пословању, директори могу пратити пословање друштва, благовремено сазнати уколико је друштво у финансијским проблемима, те на основу тога предузети неопходне кораке ка санацији проблема прије него што дође до већих финансијских тешкоћа или стечаја.²⁴ Пирс (*Pearce*) и Липин (*Lipin*) се залажу за примјену *Altman Z – score* модела за предвиђање банкрота (инсолвентности) за одређивање момента у коме почиње “зона инсолвентности”.²⁵ Према њиховом мишљењу “примјена финансијских показатеља би омогућила управи да при доношењу пословних одлука за друштво буду сигурни да су правилно идентификовали интересе стејкхолдера који треба да имају приоритет јер би зона инсолвентности, била добро дефинисана, што би им обезбиједило заштиту од захтјева за накнаду штете”.²⁶ *Altman Z – score* користи сљедеће параметре за предвиђање банкрота: однос радног (обртног) капитала и укупне имовине; однос нераспоређене добити и укупне имовине, однос оперативне добити (прије камата и пореза) и укупне имовине, однос књиговодствена вриједности капитала и укупних обавеза.²⁷ Овај модел се показао успјеш-

24 Slavica Markić, “Analiza modela za predviđanje finansijske nestabilnosti proizvodnih preduzeća u RH” (*master rad*, Ekonomski fakultet - Sveučilište u Splitu, 2016), 14-18.

25 John A. Pearce, Ilya A. Lipin, “The Duties of Directors and Officers Within the Fuzzy Zone of Insolvency”, *ABI Law Review*, 19 (2011): 390-393.

26 *Ibid.*, 390.

27 Однос обртног капитала и укупне имовине се сматра једним од најбољих показатеља пословних проблема. Истовремено, он је показатељ ликвидности – друштво које пролази кроз финансијске проблеме имаће смањење текуће имовине према укупној имовини. Однос нераспоређене добити и укупне имовине, је показатељ који ставља у однос кумулативну профитабилност и показује удио реинвестираних средстава током године. Осим тога, узима у обзир и старост предузећа јер се сматра да је појава инсолвентности пуно чешћа у раним годинама пословања предузећа. Однос оперативне добити и укупне имовине показује профитабилност предузећа. Како је egzистенција друштва заснована на могућности стварања добити коришћењем имовине, овај параметар је нарочито значајан за предвиђање будуће инсолвентности. Потом се узима у обзир однос књиговодствене вриједно-

ним у предвиђању банкрота за период до 5 година, са вјероватноћом од 96,2% у току прве године, и 70% за период од 5 година.

Поред *Altman Z – score* модела, у употреби су бројни други модели: Beaver модел, *Taffler Z – score* модел, *Sandin & Porporato* модел, *Zmijewski* модел, *Kralicek DF* модел, ВЕХ индекс, *Gordon Springate* модел, *James Ohlson* модел и др. Међутим, емпиријска истраживања су показала да наведени модели нису поуздани у предвиђању инсолвентности друштава у свим економским, институционалним и другим пословним условима који се значајно разликују од државе до државе.

Видмилић примјећује да ограничена могућност препознавања раних знакова нарушености пословања малих и средњих предузећа (МСП) у земљама у транзицији, користећи се моделима и анализама које постоје у свијету, произилази из релативно ниског нивоа капитала у предузећу, успорених плаћања и извршавања обавеза, те укупног пословног амбијента, као и законске и извршне регулативе у развијеним државама у односу на земље у транзицији, тј. бржег елиминисања из економских токова учесника са слабијим перформансама у развијеним земљама у односу на земље у транзицији.²⁸ Наиме, ауторка уочава да појам малих и средњих предузећа у Босни и Херцеговини одговара појму микро предузећа у развијеним економијама, што онемогућава употребу истих алата у процјени, да спора наплата потраживања представља уобичајен начин пословања, а друштва у финансијским проблемима обично се дуго не препознају као таква и успијевају да преживе дуги низ година.²⁹ Истовремено, пословни субјекти су често трајније неликвидни.³⁰ Иако постоји начелна обавеза одговорних лица стечајног дужника да поднесу приједлог за отварање стечајног поступка у року од 60 дана од дана наступања стечајног разлога, у пракси то се не дешава. Ни повјериоци обично не покрећу стечај независно од тога што дужник има блокиране рачуне дуже од 60 дана. Губитак преко капитала је честа појава у финансијским извјештајима, док је у развијеним државама то непознаница.³¹ Губици из претходних година се гомилају и достижу, а потом и прелазе укупан капитал, али у пракси то није разлог за престанак друштва, тако да “лоша” друштва остају на тржишту дуго година и додатно отежавају пословно одлучивање и пословање здравих друштава.³²

сти капитала и укупних обавеза, који показује колико може пасти вриједност имовине прије него обавезе надмаше вриједност имовине, односно прије него што друштво постане презадужено.

28 Selma Vidmilić, “Innovated Altman’s Model as a Predictor of Malfunctioning of Small and Medium - Sized Businesses in Bosnia and Herzegovina”, *Economic Themes*, 57, 1 (2018): 28-30.

29 *Ibid.*, 29.

30 *Ibid.*

31 *Ibid.*

32 *Ibid.*

Из наведених разлога, модели за предвиђање инсолвентности развијени за примјену у друштвима у развијеним економијама, нису адекватни за процјену инсолвентности домаћих привредних друштава. Стога су Обрадовић, Јакшић, Бешлић Рупић и Андрић предложили примјену модела за предвиђање банкрота који би био прилагођен друштвима у Србији. При изради модела, предлажу употребу методе логичке регресије, употребом сљедећих параметара: обртни капитал у односу на укупну имовину, могућност само-финансирања; обртни капитал у односу на приход од продаје; ефикасност укупних пословних операција и ток новца од уобичајених активности у односу на укупну имовину.³³ Према њиховој анализи, прецизност модела је 88,4% на узорцима на основу којих је модел развијен а и 82,5% на тестним узорцима.³⁴ Занимљиво је да су истраживања показала да се примјена *ВЕХ* индекса, који је конструисан за економско подручје Хрватске, на друштва у Србији, није показала предност овог модела (његова прецизност је око 60%), иако је ријеч о државама са сличним тржишним условима, у односу на моделе који су конструисани за другачије тржишне услове попут америчког, канадског или централноевропског.³⁵

На крају, ваља указати да су модели за предвиђање засновани на рачуноводственим (финансијским) показатељима, те не могу предвидјети стечај, односно банкрот који је посљедица фактора који се не налазе у билансу стања, попут различитих непредвидивих спољних фактора, као ни уколико се друштво упушта у различите рачуноводствене манипулације.³⁶ Ово је нарочит проблем у Босни и Херцеговини и другим државама у транзицији, гдје су пословни субјекти склони да манипулишу пословним извјештајима, што значајно угрожава поузданост примјене модела за предвиђање инсолвентности.

4.1.2. Системи раног упозоравања да постоји вјероватноћа инсолвентности

Директива о реструктурирању и инсолвентности предвиђа обавезу држава чланица да обезбиједи да дужници имају приступ јасном и транспарентном алату (или алатима) раног упозоравања који може открити околности које би могле довести до вјероватноће наступања инсолвентности и

33 Dragana Bešlić - Obradović, Dejan Jakšić, Ivana Bešlić - Rupić, Mirko Andrić, "Insolvency prediction model of the company: the case of the Republic of Serbia", *Economic Research - Ekonomska istraživanja*, 31, 1 (2018): 142.

34 *Ibid.*

35 Марина Малагурски, "Тестирање модела за предвиђање пословног неуспеха" (*мастер рад*, Природно - математички факултет, Универзитет у Новом Саду, 2019), 80.

36 Pearce & Lipin, "The Duties of Directors and Officers Within the Fuzzy Zone of Insolvency", 390.

који им може указати на потребу неодложног дјеловања (мјере реструктурирања), како би се избјегла инсолвентност.³⁷ Друштва могу успоставити унутрашње механизме раног упозоравања, кроз које се обавеза надзора и извјештавања о финансијском стању друштва намеће управном или надзорном одбору (у зависности да ли је ријеч о једнодомом или дводомом систему управљања). Тако, њемачки Закон о акционарским друштвима,³⁸ захтијева од одбора директора да успоставе унутрашње системе раног упозоравања (њем. *Frühwarnsystem*), односно да „предузму одговарајуће мјере, нарочито мјере надзора, како би омогућили да негативне тенденције у развоју друштва које угрожавају опстанак друштва буду на вријеме откривене“. На овај начин, дужност пажње директора подразумијева и њихову обавезу да обезбиједе рано откривање околности које могу да угрозе наставак пословања. Дакле, систем раног упозоравања у Њемачкој је дио компанијског права и није везан за мјере реструктурирања, већ се везује за дужност пажње директора да надзиру пословање и препознају ризике у пословању, укључујући и ризик од инсолвентности.³⁹ Поред тога, механизми раног упозоравања могу бити и екстерни, тако што се дужност извјештавања намеће рачуновођама, ревизорима или одређеним, квалификованим повјериоцима (банкама, пореској управи, фондовима обавезног социјалног осигурања и сл.).

Директива о реструктурирању и инсолвентности предвиђа три врсте механизма раног упозоравања: (а) механизме упозоравања који се активирају када дужник није извршио одређене врсте плаћања (нпр. обавезе по основу пореза и доприноса), (б) услуге савјетовања које пружају јавне или приватне агенције, (ц) подстицај лицима која, у складу са националним правом, имају релевантне информације о дужнику да упозоре дужника на негативна кретања (нпр. рачуновође, порески органи, фондови обавезног социјалног осигурања и сл.).⁴⁰ Иако је циљ система за рано упозоравање да обезбиједе да поступак реструктурирања буде покренут благовремено, док постоје реални изгледи за „спашавање“ пословања, наше је мишљење да он може бити изузетно значајан и за дужности директора према повјериоцима и осталим стејкхолдерима у периоду пријетеће инсолвентности. Нарочито екстерни механизми раног упозоравања којима се намеће дужност трећим лицима која имају информације о финансијском стању дужника, да упозоре управу друштва о таквим негативним тенденцијама, могу бити значајни у овом контексту. Дакле, имплементација екстерног механизма

37 Директива о реструктурирању и инсолвентности, чл. 3.

38 *Aktiengesetz*, чл. 91(2)

39 Balp, “Early warning tools”, 2.

40 Директива о реструктурирању и инсолвентности, чл. 3.

раног упозоравања би значила прописивање дужности ревизора, рачуновођа, пореске управе, фондова социјалног осигурања и сл. да обавијесте, односно упозоре управу друштва уколико процијене да постоји вјероватноћа наступања инсолвентности. Након што би били обавијештени, постојала би претпоставка да су директори знали или морали знати да друштву пријети наступање инсолвентности и да су најкасније од тог момента дужни узети у обзир интересе повјерилаца и осталих стејкхолдера. Међутим, овдје је потребно утврдити тренутак у коме су ова трећа лица дужна да извијесте управу да постоји вјероватноћа наступања инсолвентности.

У Француској се процјена вјероватноће наступања инсолвентности врши спровођењем теста временске неограничености пословања (енгл. *going concern*) у складу са ревизорским стандардима националне асоцијације ревизора, који одговарају Међународном стандарду ревизије (МСР) 570.⁴¹ Према овом стандарду, процјена ризика од стране ревизора заснива се на финансијским и пословним показатељима и околностима које могу створити значајну сумњу у погледу могућности наставка временски неограниченог пословања. Дакле, ревизор прије свега треба да размотри постоје ли негативни значајни финансијски показатељи, значајни оперативни (пословни) губици, значајно смањивање вриједности имовине из које се генеришу новчани токови, негативан ток новца, изостанак финансијске подршке (даље сарадње) од стране повјерилаца, претјерано ослањање на краткорочне зајмове за финансирање дугорочне имовине, фиксне обавезе чија се доспјелост приближава без реалних изгледа за репрограм или обнову, немогућност испуњавања услова из уговора о кредиту итд. Неки од најважнијих пословних показатеља су: губитак кључних руководећих лица без могућности замјене, губитак главних тржишта, кључних купаца, или лиценце од главног добављача и др. Уколико се током даљег испитивања, нарочито након разговора са управом у погледу пословних планова и мјера за унапређење финансијске и пословне ситуације друштва, и процјене њихове спроводивости, покаже да постоји значајна несигурност у погледу временске неограничености пословања, постојаће обавеза “раног упозоравања”.⁴²

Италијански Законик о пословној кризи и инсолвентности (итал. *Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza*) предвиђа интерне и екстерне механизме раног упозорења.⁴³ Дужност извјештавања кроз екстерне механизме раног упозорења има надзорни одбор (односно у друштвима са једно-

41 Balp, “Early Warning Tools”, 15.

42 *Ibid.*, 16.

43 *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, Gazeta Ufficiale n. 38, del 14 febbraio 2019, Decreto legislativo, 12/01/2019 n° 14, G.U. 14/02/2019.

домим моделом управљања, неизвршни директори), статутарни ревизори и квалификовани повјериоци. Уколико уоче “озбиљне индикације” кризе, надзорни одбор и/или ревизор имају дужност да о томе извијесте управу и да укажу на потребу предузимања одговарајућих мјера.⁴⁴ Уколико управа друштва не одговори на одговарајући начин или не предузме мјере прописаном року, ревизор ће обавијестити независни орган за управљање кризним ситуацијама у друштвима (итал. *Organismo di Composizione della Crisi d’Impresa*). Овај орган ће по пријему извјештаја без одлагања заказати повјерљиво саслушање чланова управе пред одбором експерата у вези са финансијском ситуацијом друштва, те уколико експерти закључе да финансијски проблеми из извјештаја заиста постоје и да су озбиљни, предложиће мјере које треба предузети како би се финансијска ситуација друштва поправила у што краћем времену.⁴⁵ Поред тога, дужност извјештавања имају и квалификовани јавни повјериоци (пореска управа, институције социјалне сигурности) уколико дужник има доспјеле а неплаћене обавезе према овим повјериоцима у износима који прелазе одређене прагове.⁴⁶

Примјеном описаних система раног упозоравања, одређивање периода ризика инсолвентности неће зависити од субјективне процјене директора о финансијској ситуацији друштва, односно сматраће се да су директори знали или морали знати да постоји вјероватноћа наступања инсолвентности уколико су на то били упозорени.

5. ЗАКЉУЧАК

Имплементацијом одредаба Директиве о реструктурирању и инсолвентности, у државама чланицама Европске уније, директори ће бити дужни да, у периоду када постоји вјероватноћа наступања инсолвентности, узимају у обзир интересе повјерилаца и осталих стејкхолдера, поред интереса чланова, да преузму све што је неопходно како би спријечили инсолвентност и да се уздржавају радњи којима намјерно или из крајње непажње умањују могућност друштва за наставак пословања. Наведена одредба има два важна циља: први је већа заштита интереса осталих стејкхолдера (прије свега повјерилаца и запослених) осим чланова друштва, а други је очување одрживог пословања и промоција културе спасавања (енгл. *rescue culture*), који се првенствено постиже благовременим покретањем реструктурирања. За постизање оба ова циља важно је јасно одредити када

⁴⁴ *Ibid.*, чл. 14. ст. 2.

⁴⁵ Balp, “Early Warning Tools”, 9.

⁴⁶ *Codice della crisi di impresa e dell’insolvenza*, чл. 15. ст. 4.

се сматра да постоји вјероватноћа наступања инсолвентности. И поред тога, овај аморфни период између инсолвентности и инсолвентности није прецизно одређен нити у поменутој Директиви, нити у законодавству већине држава ЕУ, као ни у домаћем праву. Један од приједлога који се може наћи у литератури, јесте да дужност директора према повјериоцима и осталим стејкхолдерима треба да буде “активирана” у оном тренутку кад је директор знао или морао знати да је инсолвентност пријетећа. Насупрот томе, постоје и приједлози да ова дужност буде аутоматски “активирана” када се испуне прописани објективни критеријуми. Међутим, доказивање несавјесности директора - да је у одређеном тренутку у прошлости знао или морао знати да постоји вјероватноћа наступања инсолвентности, повезано је са великим потешкоћама, нарочито уколико “вјероватноћа инсолвентности” није јасно дефинисана у прописима. Док утврђивање објективних критеријума који би аутоматски “активирали” дужност директора према повјериоцима и осталим стејкхолдерима захтијева “хируршку прецизност” приликом формулисања ових критеријума, што је за један аморфни и неодређени период као што је “зона инсолвентности”, немогућ задатак.

Наш приједлог се заснива на комбинацији субјективних и објективних критеријума: утврђивање објективних индикатора који би бацили свјетло на претпостављено знање директора да је наступање инсолвентности било вјероватно. Дакле, уколико би у конкретном случају било доказано постојање објективних индикатора вјероватноће наступања инсолвентности, онда би се претпостављало да је директор знао или морао знати да је наступање инсолвентности било вјероватно, али директор би могао да доказује супротно. Када су у питању наведени објективни индикатори, размотрили смо примјену модела за предвиђање банкрота и уочили да сви постојећи модели пате од одређених недостатака који су првенствено повезани са специфичностима домаћег тржишта и пословног окружења. Поред тога, ови модели не могу предвидјети инсолвентност која је последица фактора који се не налазе у билансима, попут различитих непредвидивих спољних фактора, као ни уколико се друштво упушта у различите злоупотребе у рачуноводству. Стога је потребно сачинити релевантне финансијске и пословне показатеље и њихове износе (прагове), посебно за сваку привредну грану, водећи рачуна о специфичностима домаћег тржишта и величини друштва које је предмет процјене.

Директива о реструктурирању и инсолвентности предвиђа обавезу држава чланица да успоставе системе раног упозоравања (енгл. *early warning tools*) на околности које могу указати да постоји вјероватноћа наступања инсолвентности. Иако алати раног упозоравања превасходно имају за циљ

да подстакну одговорна лица у друштвима да благовремено покрену поступак реструктурирања, према нашем мишљењу, требало би обезбиједити да се они користе и код процјене момента у коме долази до проширења објекта посебних дужности директора на повјериоце и остале стејкхолдере. У овом контексту је нарочито значајна трећа врста алата раног упозоравања кроз које се намеће дужност трећим лицима која, у складу са националним правом, имају информације о финансијском стању дужника, да упозоре управу друштва о таквим негативним тенденцијама. Дакле, имплементација наведеног механизма би значила прописивање дужности ревизора, рачуновођа или квалификованих повјерилаца (пореске управе и фондова социјалног осигурања) да обавијесте, односно упозоре управу друштва уколико процијене да постоји вјероватноћа наступања инсолвентности. Међутим, и имплементација дужности наведених трећих лица захтијева одређивање момента у коме ће они сматрати да је инсолвентност тако вјероватна да треба да упозоре управу друштва о томе. У раду смо представили рјешења из Француске и Италије, која би могла служити као “мустра” за израду домаћих правила у овом погледу.

ЛИТЕРАТУРА:

- Gerner - Beuerle, Carsten. Schuster, Edmund - Phillip. “The Evolving Structure of Directors’ Duties in Europe“, *European Business Organization Law Review*, 15 (2015): 191-233.
- Giaia, Balp. “Early Warning Tools at the Crossroads of Insolvency Law and Company Law”, *Global Jurist*, 2 (2019).
- Bešlić – Obradović, Dragana. Jakšić, Dejan. Bešlić - Rupiћ, Ivana. Andrić, Mirko. “Insolvency prediction model of the company: the case of the Republic of Serbia”, *Economic Research - Ekonomska istraživanja*, 31, 1 (2018): 139-157.
- Keay, Andrew. “The Shifting of Directors’ Duties in the Vicinity of Insolvency”, *International Insolvency Review*, 24, 2 (2015): 140– 164.
- Михајловић, Борко. “Посебне дужности у периоду ризика од стечаја”, *Анали Правног факултета у Београду*, LXVII, 3 (2019): 186 - 215.
- Markić, Slavica. “Анализа модела за предвиђање финансијске нестабилности производних предузећа у РН”, *master rad*, Економски факултет, Свеучилиште у Сплиту, 2016.
- Malagurski, Marina. “Тестирање модела за предвиђање пословног неуспеха”, *master rad*, Природно - математички факултет, Универзитет у Новом Саду. 2019.
- Pearce, A. John. Lipin, A. Ilya. „The Duties of Directors and Officers Within the Fuzzy Zone of Insolvency“, *ABI Law Review*, 19 (2011); 361-399.
- Радовић, Вук. *Стецајно право - књига прва*. Београд: Универзитет у Београду - Правни факултет, Центар за издаваштво и информисање, 2018.

- UNCITRAL. *Legislative Guide on Insolvency Law - Part four: Directors' obligations in the period approaching insolvency*, New York: United Nations, 2013.
- European Commission. *Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance - Final Report*. Brussels, 2020, доступно на:
- <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>,
- Vidimlić, Selma. "Innovated Altman's Model as a Predictor of Malfunctioning of Small and Medium-Sized Businesses in Bosnia and Herzegovina", *Economic Themes*, 57, 1 (2019): 21-33.

DEMYSTIFYING THE “TWILIGHT ZONE” - WHEN THERE IS LIKELIHOOD OF INSOLVENCY?

Irena Radić⁴⁷

Faculty of Law, University of Banja Luka

Summary: “Twilight zone” is a challenging period when a company runs into financial difficulties and it is not certain whether or not formal insolvency will eventuate or the business will be rescued. Thus, it is an amorphous period between solvency and insolvency in which the interests of creditors and other stakeholders are at risk due to the opportunism and greater risk-taking behavior by the company’s directors and shareholders.

There are different mechanisms of creditors’ and other stakeholders’ protection in comparative company law. One of them is the shift of directors’ duties to creditors and other stakeholders when there is a likelihood of insolvency. This approach is adopted by the Directive on restructuring and insolvency which provides that the Member States shall ensure that, where there is a likelihood of insolvency, directors, have due regard to the interests of creditors, equity holders and other stakeholders; the need to take steps to avoid insolvency; and the need to avoid deliberate or grossly negligent conduct that threatens the viability of the business. This paper aims to shed a light on this “twilight” in the zone of insolvency, i.e. to determine the point in time when these duties arise. We will advocate for the adoption of subjective criteria based on objective indicators, i.e. for the adoption of an assumption of directors’ knowledge that there is the likelihood of insolvency if prescribed objective indicators are established. In determining these objective indicators, we will analyze the possibility of the application of models for insolvency prediction and early warning tools.

Key words: twilight zone, the likelihood of insolvency, directors’ duties, insolvency prediction models, early warning tools.