

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO
NAČELO ABSOLUTNIH PREDNOSTI

Ljubljana, junij 2019

KRISTINA OVSENIK

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Kristina Ovsenik, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Načelo absolutnih prednosti, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem doc. dr. Jako Cepcem

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študentke: _____

KAZALO

UVOD	1
1 TEORIJA NAČELA ABSOLUTNIH PREDNOSTI	4
2 KRITIKE NAČELA ABSOLUTNIH PREDNOSTI.....	7
2.1 Problematična narava NAP	7
2.2 Izločitev lastnikov in sodelovanje starih družbenikov v reorganizirani družbi	8
2.3 Potreba po vrednotenju	11
2.3.1 Razlogi za vrednotenje.....	12
2.3.2 Problemi vrednotenja	13
2.4 Obnašanje posloводства in družbenikov ob strogi implementaciji NAP	16
2.4.1 Zavlačevanje postopka in pozna prijava insolventnosti.....	17
2.4.2 Slaba investicijska dejavnost.....	19
3 ODPSTOPANJE OD NAČELA ABSOLUTNIH PREDNOSTI.....	20
3.1 Razširjenost odstopov v praksi	20
3.2 Razlogi za odstopanje od načela	21
3.3 Učinki odstopanja od NAP.....	22
4 UPORABA NAČELA ABSOLUTNIH PREDNOSTI V INSOLVENČNIH POSTOPKIH.....	24
4.1 Uporaba NAP v stečaju in postopkih reorganizacije.....	24
4.1.1 Stečaj.....	25
4.1.2 Postopki reorganizacije	27
4.2 Načini razvrstitve terjatev	29
4.2.1 Zavarovane terjatve.....	30
4.2.2 Nezavarovane terjatve.....	31
4.2.3 Razvrstitev v stečajnem postopku	32
4.2.4 Razvrstitev terjatev v postopku prisilne poravnave.....	33
5 UREDITEV NAČELA ABSOLUTNIH PREDNOSTI V POSTOPKU PRISILNE PORAVNAVE V SLOVENIJI.....	35
5.1 Dopolnitev zakona, novela F	35
5.2 Spoštovanje načela absolutnih prednosti pri sestavi načrta finančnega prestrukturiranja	38

5.3 Glasovanje v postopku prisilne poravnave z vidika načela absolutnih prednosti	41
5.4 Položaj družbenikov v postopku prisilne poravnave	42
5.4.1 Postopek zmanjšanja osnovnega kapitala in ponovno povečanje z novimi denarnimi vložki ali stvarnimi vložki.....	43
5.4.2 Konverzija terjatev v deleže	52
5.5 Ponazoritev postopka razdelitve premoženja v prisilni poravnavi.....	54
5.6 Uporaba in kritika likvidacijske vrednosti v postopku finančnega prestrukturiranja.....	58
6 ZAKLJUČEK IN ODGOVORI NA RAZISKOVALNA VPRAŠANJA	60
SKLEP	63
LITERATURA IN VIRI	64

KAZALO TABEL

Tabela 1: Število odstopov od NAP	21
Tabela 2: Vrste ukrepov prestrukturiranja po vrstah terjatev	28
Tabela 3: Količniki, ki jih upniki prenesejo v kapital dolžnika	41
Tabela 4: Primer zmanjšanja osnovnega kapitala	45
Tabela 5: Primer zmanjšanja osnovnega kapitala za prikaz učinka stečajne delte	48
Tabela 6: Primerjava računovodske in likvidacijske vrednosti (v EUR)	49

KAZALO SLIK

Slika 1: Gibanje števila postopkov prisilne poravnave med letoma 2010 in 2018	2
Slika 2: Vrednost družbe kot funkcija časa	18
Slika 3: Najbolj verjeten scenarij spreminjanja BS v insolvenčni družbi	55
Slika 4: Ocenjena vrednost premoženja in zdržna raven dolga	56
Slika 5: Razdelitev ocenjene vrednosti premoženja med upnike v skladu z NAP.....	57

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

CH. 11 – (angl. Chapter 11); poglavje 11, ameriška oblika reorganizacije

EU – (angl. European Union); Evropska unija

GAAP – (angl. Generally accepted accounting standards); splošno sprejeta računovodska načela

MSOV – mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti

NAP – načelo absolutnih prednosti

NFP – načrt finančnega prestrukturiranja

NPV – (angl. Net present value); neto sedanja vrednost

PP – prisilna poravnava

SME – (angl. Small and medium-sized enterprises); majhna in srednje velika podjetja

SRS – Slovenski računovodski standardi

SPS 5 – Slovenski poslovnofinančni standard 5

ZFPPIPP – Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju

UVOD

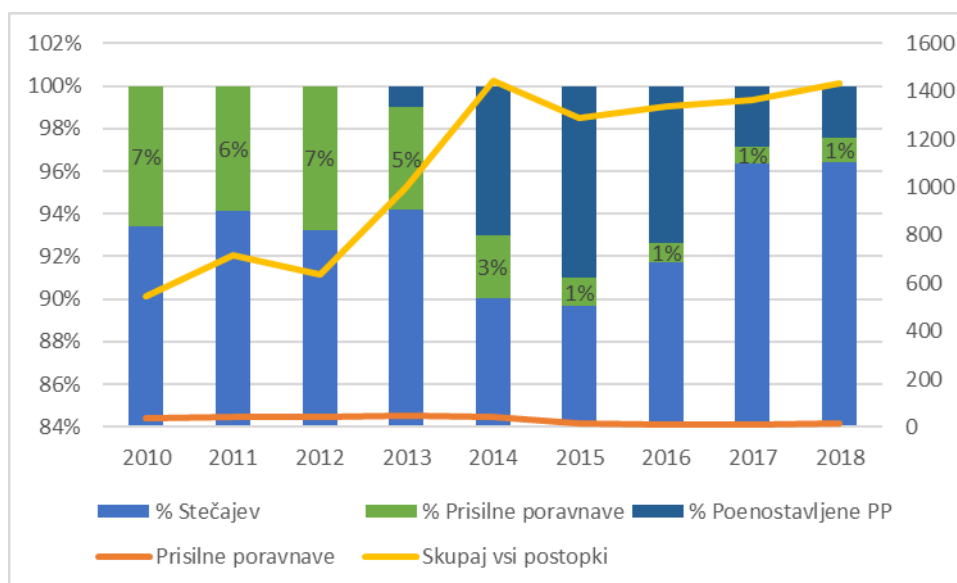
Načelo absolutnih prednosti je pravilo, ki se uporablja v insolvenčnih postopkih modernega prava (Baird, 2017, str. 786). Insolvenčno pravo je področje gospodarskega prava, ki vsebuje pravna pravila, ki urejajo potek insolvenčnih postopkov, tj. postopkov zaradi plačilne nesposobnosti in/ali trajnejše nelikvidnosti pravnih ali fizičnih oseb. Temeljna problematika se nanaša na odnos med upniki, delničarji in ostalimi deležniki pri poplačevanju obveznosti dolžnika, delitev dolžnikovega premoženja in pravnih upravičenj na tem premoženju v insolvenčnih postopkih. Kot pravi Cepec (2016a, str. 8), je insolvenčno pravo s postopki, ki jih ureja, pomembno, ker omogoča poplačilo terjatev več upnikov hkrati, povečuje celotno vrednost skupne mase, ki je namenjena upnikom, zmanjšuje stroške, povezane s postopkom, prepreči tekmo med upniki glede izvršb, s čimer pa povečuje učinkovitost.

Načelo absolutnih prednosti zahteva razvrstitev terjatev po določenem vrstnem redu in hkrati določa, da mora biti razred z višjo prioriteto poplačan v celoti, preden so nižje razvrščeni razredi upnikov lahko deležni plačila. Pri tem oblika plačila ni pomembna, lahko je izvedeno v obliki denarja od prodaje ali v obliki terjatev prihodnjih denarnih tokov reorganizirane družbe (Baird, 2017, str. 786).

Razvoj načela izhaja iz ameriškega pravnega sistema iz 19. stoletja, in sicer z namenom zaščite upnikov in pravičnejše razdelitve vrednosti družbe (Grohsgal, 2017, str. 459). Osnovna logika načela je skozi desetletja ostala enaka, spreminja se njegova implementacija in doslednost upoštevanja v različnih pravnih redih. Načelo in njegova implementacija sta problematična predvsem v postopku reorganizacije, vprašanje strogosti implementacije načela pa razdeljuje strokovnjake pravne in ekonomske stroke na tiste, ki menijo, da se mora načelo dosledno in absolutno upoštevati; in tiste, ki zagovarjajo bolj fleksibilne sisteme. Načelo je v praksi deležno nekaterih kritik. Med drugim v Evropi prihaja do razhajanj zaradi spremembe predloga Direktive o okvirjih za preventivno prestrukturiranje in druge priložnosti, ki je v insolvenčni postopek reorganizacije vpeljala načelo relativne prioritete kot alternativo načelu absolutnih prednosti (De Weijs, Jonkers & Malakotipour, 2019a).

V slovenski pravni prostor je bilo načelo absolutnih prednosti v postopek prisilne poravnave vpeljana leta 2013 s spremembo Zakona o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP), Ur. l. RS, št. 13/14. Novela F je bila vpeljana z namenom večje učinkovitosti finančnega prestrukturiranja (Ministrstvo za pravosodje, 2013). Od uveljavitve načela se je število prisilnih poravn na letni ravni drastično zmanjšalo. Iz 48 postopkov prisilnih poravn v letu 2013 je bilo v letu 2017 samo še 11 primerov, v letu 2018 pa 16 (Ajpes, brez datuma).

Slika 1: Gibanje števila postopkov prisilne poravnave med letoma 2010 in 2018



Vir: Ajpes (brez datuma).

Slika 1 prikazuje zmanjševanje relativnega deleža postopkov prisilne poravnave in absolutno primerjavo (desna os) glede na vse insolvenčne postopke od leta 2013 dalje. Prikazuje primerjavo razširjenosti uporabe postopka pred upeljavo novele F do leta 2013 in po njem. Iz slike izhaja, da imajo spremembe, ki so bile vpeljane z novelo, vplive na prijavo oz. izvedbo postopka prisilne poravnave. Med drugim menim, da bi enega od razlogov lahko predstavljala tudi uveljavitev načela absolutnih prednosti, razloge za to bom predstavila v nadaljevanju naloge.

V magistrskem delu bo osrednji del raziskovanja predstavljalo načelo absolutnih prednosti. V prvem delu naloge se bom osredotočila na vprašanje, kaj načelo absolutnih prednosti sploh je, od kod izvira in kakšen je njegov namen. V prvem delu bom poskušala prikazati in odgovoriti na prvo raziskovalno vprašanje, ki je:

- Kaj je načelo absolutnih prednosti, kakšen je njegov pomen v posameznih insolvenčnih postopkih ter kakšne so prednosti in slabosti njegove implementacije?

V literaturi je načelo absolutnih prednosti obravnavano zaradi več razlogov, predvsem zaradi vpliva na dinamiko postopka finančnega prestrukturiranja. Načelo je deležno široke obravnave njegovih tako pozitivnih kot negativnih učinkov, zato bom opisala tudi kritike dosledne implementacije. Slednje se nanašajo predvsem na togost in nefleksibilnost načela, ki po besedah, ki jih je zapisal Healy (2015, str. 13–14), zavira celoten reorganizacijski potek ter zmanjšuje ekonomsko učinkovitost prestrukturiranja. Kritike so razdeljene na tri primarne sklope, in sicer izločitev lastnikov/starih družbenikov v reorganizirani družbi, potrebo po vrednotenju za dosledno uporabo načela in vpliv na obnašanje posloводства in lastnikov. Različni pravni redi imajo načelo absolutnih prednosti različno implementirano.

Nekateri pravni redi dopuščajo odstopa od načela, zato bom opisala tudi razloge in učinke nedosledne uporabe.

V drugem delu naloge se bom osredotočila na načela absolutnih prednosti v Sloveniji, ki je implementirano in operacionalizirano od leta 2013 (Plavšak, 2014a). Opisala bom tudi uporabo načela v posameznih vrstah insolvenčnih postopkov ter opredelila razrede terjatev in način razvrstitve poplačevanja upnikov v stečajnem postopku in postopku prisilne poravnave. V tem delu bom iskala odgovore na drugo raziskovalno vprašanje:

- Kako je načelo absolutnih prednosti vpeljano v postopek prisilne poravnave v Sloveniji?

Opisala bom dopolnitve novele F, ki so vplivale na postopek prisilne poravnave z vidika omenjenega načela in analizirala položaj družbenikov, ki se je, kot pravi Cepec (2016b, str. 148), ob uveljavitvi načela absolutnih prednosti močno spremenil.

Ob strogi implementaciji načela absolutnih prednosti lahko družbeniki namreč ohranijo le takšen delež, ki bi ga bili deležni v stečajnem postopku. Družbeniki lahko ohranijo interese v reorganizirani družbi samo, če so upniki v celoti poplačani, kar pomeni, da so v postopku prestrukturiranja izrinjeni iz družbe. Tretje raziskovalno vprašanje se nanaša na položaj družbenikov, in sicer se glasi:

- Ali je ekonomsko učinkovito, da delničarji oziroma družbeniki dolžnika v postopku finančne reorganizacije zaradi načela absolutne prednosti nimajo pravice obdržati deleža v družbi? Kako to vpliva na težnjo k izboljšanju pravočasne prijave postopka prisilne poravnave in s tem boljšemu poplačilu upnikov kot bi bil v primeru stečajnega postopka.

Tekom naloge bo jasno, da celotna razdelitev vrednosti med upnike v postopku prisilne poravnave temelji na ocenjeni likvidacijski vrednosti. Glede na to, da upniki v primeru prisilne poravnave niso poplačani iz vrednosti sredstev v trenutku, ko je prisilna poravnava potrjena, ampak poplačilo terjatev predstavljajo terjatve do prihodnjih denarnih tokov, bom poskušala poiskati odgovor na vprašanje:

- Ali je uporaba likvidacijske vrednosti pri presoji deležev (vrednosti), ki bi jih prejeli upniki in sedanji delničarji dolžnika v postopku prisilne poravnave, najprimernejša?

Namen celotne magistrske naloge bo preučiti načelo absolutnih prednosti, razjasniti, kaj predstavlja v teoriji in kakšna je ureditev načela v praksi ter prikazati, kako načelo vpliva na položaj družbenikov, postopek razlastitve in problematiko uporabe likvidacijske vrednosti.

V nalogi bom uporabila več metod raziskovanja. V začetnem delu bo pristop predvsem teoretičen, analiza pa bo kvalitativne narave, preučevala bom strokovno domačo in tujo literaturo s področja inslovenčnega prava in ekonomske stroke. Uporabila bom:

- deskriptivno metodo dela – pri opisovanju dejstev, zakonov in postopkov,

- komparativno metodo, saj bom pri opisovanju uporabljala primerjavo s podobnimi postopki iz drugih pravnih redov,
- metodo kompilacij – pri opisovanju kritik in odnosov načela absolutnih prednosti, za katere bom uporabila citate, navedbe in ugotovitve drugih avtorjev, ki so proučevali podobno tematiko.

V drugem delu bom s pomočjo sklepanja iz slovenske zakonodaje poskušala opredeliti, kako je načelo implementirano v slovenskem pravnem redu in kakšni so njegovi učinki. Poleg deskriptivne metode bom uporabila še induktivno in deduktivno metodo. Pri raziskovanju pa bom uporabljala sekundarne podatke.

1 TEORIJA NAČELA ABSOLUTNIH PREDNOSTI

Načelo absolutnih prednosti (v nadaljevanju NAP) se je razvilo iz ameriškega stečajnega zakona (angl. US bankruptcy law), njegov razvoj sega v obdobje 19. stoletja. To obdobje je predstavljalo čas prestrukturiranja ameriških železnic in prodaje delujočih družb, pri katerih je prihajalo do nemoralnega obnašanja lastnikov in višje razvrščenih upnikov, ki so si s posebnimi dogovori in oblikami prestrukturiranja ob dolgotrajnih pogajanjih zagotovili deleže in interese v reorganiziranih družbah, medtem ko so bili bolj ranljivi in manj zavarovani upniki iz njih izrinjeni. Prihajalo je do nepravične obravnave deležnikov v insolvenčnih postopkih pri razdeljevanju vrednosti podjetij oz. družb. Iz tega izhaja, da se je načelo razvilo na podlagi distribucijskega načela z namenom, da se zavaruje upnike v postopkih reorganizacije (Povzeto po Groghsal, 2017; Wessels & Madaus 2017, str. 38–39).

Koncept načela je bil prvič opisan in poimenovan leta 1928 v delu z naslovom *Two rival theories of priority rights*, ki sta ga napisala Bergeman in Bonbright, iz katerega izhaja, da se načelo ukvarja predvsem z načinom določitev, kako naj se poplačujejo posamezni razredi upnikov. Teorija določa, naj se uporabljajo enaka pravila razdelitve premoženja med upnike, ne glede na to ali gre za prodajo premoženja v primeru stečaja ali za finančno reorganizacijo (Bonbright & Bergeman, 1928, str. 130–131).

Leta 2017 je ameriško vrhovno sodišče v enem izmed primerov zapisalo, da je načelo absolutne prednosti ustrezno in najpomembnejše pravilo v insolvenčnih postopkih ter da predstavlja temelj vsake reorganizacije tako v teoriji kot v praksi.¹ Avtroji De Weijs, Jonkers in Malakotipour (2019b, str. 1) pa so ga opredelili kot najpomembnejše določilo za zaščito finančnih upnikov.

Omenjeno načelo določa, da se morajo sredstva ali vrednost družbe ne glede na vrsto postopka bodisi v likvidaciji bodisi v reorganizaciji deliti, kot določuje NAP, pri katerem velja, da morajo biti najprej v celoti poplačani vsi upniki, šele nato lahko delničarji oz.

¹ »quite appropriately, bankruptcy's most important and famous rule" and "the cornerstone of reorganization practice and theory.«

družbeniki obdržijo deleže. Terjatve višjega razreda so poplačane najprej, nato sledijo terjatve z nižjim vrstnim redom (White, 2005). Kot pravi Plavšakova (2014a, str. 30), je NAP enostavno pravilo, ki določa vrstni red, v skladu s katerim se razdeli določeno premoženje družbe oz. razdelitvena masa. Iz načela so jasno razvidne prednosti in vrstni red poplačila različnih razredov terjatev, ki nastanejo zaradi insolventnosti dolžnika.

Načelo se je torej razvilo zaradi potrebe po zaščiti upnikov in z namenom pravičnejše razdelitve preostale vrednosti družbe, pred družbeniki in bolj zavarovanimi upniki, kar je tudi glavna vloga načela absolutnih prednosti. Upnike je treba v insolvenčnih postopkih zaščititi, saj je v trenutku, ko postane družba plačilno nesposobna, kapitalska struktura takšna, da dolga ni mogoče v celoti poplačati. Kot pravi White (2015) se njegova vloga izkaže v določbi, da morajo dolžniki najprej odgovarjati s svojim premoženjem, ki pa se razlikuje glede na pravnoorganizacijsko obliko družbe. V delniški družbi lastniki izgubijo svoje delnice, v ostalih pravnoorganizacijskih oblikah pa gre za izgubo/razvrednotenje lastniških deležev v družbi. V primeru stečaja se terjatve poplačujejo iz stečajne mase prodanih sredstev družbe po vrstnem redu, kot jih določa NAP. V primeru prisilne poravnave, ki se vodi z namenom finančne reorganizacije, pa je podlaga za razdelitev ocenjene vrednosti družbe med upnike v obliki terjatev do denarnih tokov reorganizirane družbe (Povzeto po White, 2005, str. 2).

Kot pravita Baird in Rasmussen (2001, str. 937), je vloga načela absolutnih prednosti jasna in podaja najbolj neposredno razlago naložbenih pogodb, s tem ko določuje, da je treba poplačati dolg pred kapitalom. Kadar so se deležniki zaradi različnih učinkov, ki jih načelo prinese, pripravljene pogajati za bolj prilagodljivo razdelitveno shemo, jim nekateri pravni redi takšna pogajanja dovoljujejo. Načelo pride v veljavo šele takrat, ko en razred upnikov nasprotuje potrditvi načrta finančnega prestrukturiranja. Avtorji Aghion, Hart in Moore (1994) pravijo, da načelo absolutnih prednosti zagotavlja in ščiti pravice upnikov v sodnih in izvensodnih postopkih.

Ohranitev načela ima torej namen zaščititi upnike višje razvrščenih razredov pred zahtevki nižje razvrščenih razredov oz. delničarjev družbe. Spoštovanje NAP omogoča upnikom, da tudi v stanju, ko je družba insolventna oz. v stečajnem postopku, zagotovi pravičen delež, s tem pa jih spodbudi k dajanju posojil (Hart, 2006, str. 3–4). Iz tega izhaja, da je NAP tako v sodnih kot izvensodnih postopkih pomembno iz več razlogov. Poleg zaščite upnikov ima vpliv tudi na trg najemanja posojil. Namen načela lahko v grobem razdelimo na dve pomembni kategoriji:

- vpliva na obnašanje deležnikov, tako dolžnika kot upnikov, in omogoča varstvo nižje razvrščenih upnikov, s tem pa preprečuje nemoralno obnašanje dolžnika ter
- vpliv na trg najemanja posojil.

Ko se družba znajde v težavah, bo vsak od deležnikov deloval v svojo korist, načelo pa ima vlogo preprečevanja in omejevanja neetičnega obnašanja in posebnega dogovarjanja med

upniki na račun drugih upnikov. Z implementacijo načela se tako prepreči podkupovanje med družbeniki, poslovodstvom in upniki. V teoriji nemalokrat opozarjajo, da ima načelo najpomembnejšo vlogo pri izdelovanju načrta finančne reorganizacije. Ob odsotnosti načela bi lahko poslovodstvo lažje izkoristilo položaj in informacije o družbi, ki jih ostali deležniki nimajo, in upnikom predstavilo preveč optimističen načrt finančnega prestrukturiranja, ki bi jim dopuščal ohranitev njihovega deleža v družbi (vsaj en del), na koncu pa reorganizacija ne bi bila uspešna, finančno breme pa bi bilo preneseno na upnike (Povzeto po Aghion, Hart & Moore, 1994, str. 851–855).

Implementacija načela v teoriji ne vpliva samo na obnašanje dolžnika in poslovodstva, temveč tudi ostalih deležnikov, saj se z NAP oteži dogovarjanje med upniki in delničarji, ki se med seboj zavežejo, da si bodo razdelili vrednost premoženja družbe in drugim upnikom prepustili malo ali nič. Pravilo je namenjeno ohranjanju prednostnega režima med višjimi in nižjimi deležniki. Na ta način se ohranijo pričakovanja tistih, ki so financirali poslovanje – bodisi z dolgom bodisi z lastniškim kapitalom (McCormack, 2008, str. 89).

Z uveljavitvijo načela je omejen manevrski prostor, v katerem bi družbeniki in poslovodstvo načrtno oblikovali družbo oz. podjetje z izjemno nizko likvidacijsko vrednostjo, ki bi jim omogočala, da z reorganizacijo pridobivajo boljši položaj na upnikovo izgubo. S prijavo insolventnosti v postopku reorganizacije bi upniki pristali na podaljšanje ročnosti svojih terjatev ali pa deleže celo odpisali, na drugi strani pa bi lastniki obdržali deleže in koristi v družbi (De Weijs, Jonkers & Malakotipour, 2019b, str. 17).

Kot pravijo moderni ekonomisti, imajo države z višjo zaščito upnikov bolj razvite finančne trge, cilj insolventnega prava predstavlja, da so upniki poplačani vsaj toliko, da je na trgu dovolj ponudbe dolžniškega kapitala in da se lahko podjetja zadolžujejo pod razumnimi pogoji (Cepec, 2016a, str. 20). Zato je implementacija načela pomembna zavoljo ohranitve oz. izboljšanja trga najemanja posojil. Dosledno upoštevanje NAP v postopkih ima posledično vpliv na zmanjšanje stroška dolga, saj posojilodajalci oz. upniki podjetja/družbe natančneje izračunajo pričakovani donos na datum, ko je bilo posojilo dano. Če načelo ne bi bilo določeno in bi posojilodajalci vedeli, da bodo morali deliti vrednost v primeru insolventnosti, bi k najemu posojila zaračunali dodatno premijo za tveganje. Jackson (1986) pravi, da bi lahko vsakršno nesoglasje oz. razhajanje o vrstnem redu terjatev privedlo do neučinkovitega trga najemanja posojil. Upniki, ki so v vlogi posojilodajalca, so ob dosledni uveljavitvi načela v sodnih postopkih bolj dovzetni za posojanje denarja pod milejšimi pogoji, kar pozitivno vpliva na celotno ekonomijo in razvoj (Aghion, Hart & Moore, 1994, str. 853). Kot pravi Lubben (2016, str. 582–583), ima načelo, za katerega morda nikoli ne bo potrebe po njegovi implementaciji, ker pride v uporabo šele takrat, ko en razred nasprotuje potrditvi načrta finančnega prestrukturiranja (v nadaljevanju NFP); in v tem primeru velja, da je lahko ta razred preglasovan samo v primeru, kadar se presodi, da so upniki na boljšem, kot bi bili v postopku stečaja, in je v skladu z NAP, tako veliko moč, da vpliva na trg posojil in stroške dolga.

Iz opisanega izhaja, da je vloga načela, da zasleduje cilje pravične razdelitve premoženja družbe ob nastanku insolventnosti med vse deležnike v skladu s predinsolvenčnimi upravičenji in štiti upnike pred interesi družbenikov. Glede na naravo terjatev izboljšuje predvidljivost dolžniških pogodbenih razmerij in delujoč trg dolžniškega kapitala, njegova implementacija vpliva na bolj učinkovit trg najemanja posojil, stroškov kapitala in obnašanja deležnikov (Šulek, 2016, str. 36).

2 KRITIKE NAČELA ABSOLUTNIH PREDNOSTI

2.1 Problematična narava NAP

V zadnjih 20-ih letih so bile v praksi pravne in ekonomske stroke večkrat izražene kritike na dosledno uveljavitev načela v insolvenčnih postopkih. Kritike se nanašajo predvsem na togost in na učnike, ki jih dosledno upoštevanje načela v postopkih finančnega prestrukturiranja izzove. Prevladuje problem nefleksibilnosti načela, ki je v uporabi in tako zavira celoten reorganizacijski potek ter zmanjšuje ekonomsko učinkovitost prestrukturiranja (Healy, 2015). Absolutnost načela v praksi lahko ovira in podaljšuje sicer uspešno reorganizacijo. Do tovrstnih neučinkovitosti pride, ker se s strogim doslednim upoštevanjem NAP izgubijo spodbude k hitremu ukrepanju ob nastanku težav z insolventnostjo, hkrati se tudi zmanjša motivacija starih družbenikov za aktivno reševanje težav, saj se zavedajo, da ob koncu postopka ne morejo ostati v družbi, če vsi upniki niso v celoti poplačani (Povzeto po Healy, 2015, str. 13–14).

Implementacija načela kot zaščita upnikov je v postopkih dobrodošla, problematična je implementacija v postopku prestrukturiranja predvsem z vidika absolutnosti. Kot pravi Lubben (2016), tako absolutno načelo, kot ga opisujeta literatura in zakonodaja, ne more obstajati in tudi ni učinkovito, saj je takšno načelo v neskladju s smiselnim sistemom reorganizacije. Njegova kritika se nanaša na to, da je bil sam koncept narejen pod pogoji, ki jih v praksi ni. Zato v pravnih redih, ki dopuščajo odstopanje od NAP, prihaja do odklonov in posebnih dogovorov med deležniki (Lubben, 2016, str. 583–584).

Poleg absolutnosti se kritike nanašajo tudi na učinke, ki jih ima načelo na obnašanje deležnikov v postopkih reorganizacije kot tudi na neučinkovitost določil, ki so z načelom opredeljene. Glavni element kritike NAP, ki se nenehno pojavlja, je določitev, da lahko družbeniki obdržijo v družbi le takšen delež, kot bi ga prejeli v stečajnem postopku. Zaradi same narave, ki odraža insolventnost, v večini primerov družbeniki ob dosledni implementaciji niso deleži nobenih koristi, iz česar izhaja, da se poslužujejo taktike, ki bo v nasprotju z interesi deležnikov.

2.2 Izločitev lastnikov in sodelovanje starih družbenikov v reorganizirani družbi

Glavna kritika, ki izhaja iz načela absolutnih prednosti, se nanaša na izključitev družbenikov, delničarjev oz. imetnikov osnovnega kapitala iz reorganizirane družbe. Tako glavno vprašanje v procesu reorganizacije predstavlja vprašanje družbenikov oz. imetnikov kapitala in njihovo vlogo v reorganizirani družbi. Po vrstnem redu načela absolutnih prednosti so deležni plačila oz. deleža družbe šele po tem, ko so vsi upniki v celoti poplačani, zato je eliminacija družbenikov po postopku reorganizacije pogosta. Rasmussen in Baird (2003) menita, da stroga in neprilagodljiva implikacija NAP na prestrukturiranje velikih korporacij nima enakega vpliva in ne predstavlja enakih težav kot v majhnih in srednjih družbah (angl. Small and medium-sized enterprises, v nadaljevanju SME). Glavna razlika je v tem, da je zamenjava posloводства v večjih družbah bolj enostavna in bolj pogosta, delničarjev je več, so razpršeni in niso navezani na podjetje/družbo kot v SME. Osnovna znanja in sposobnosti za vodenje imajo ljudje z določeno izobrazbo, njihove sposobnosti in znanje se prenesejo na drugo osebo s podobnimi kvalifikacijami v panogi, iz česar izhaja, da starega posloводства ni treba obdržati in je zamenljivo (Rasmussen & Baird, 2003).

Kritika takšne oblike NAP se nanaša predvsem na uveljavitev v majhnih in srednjih podjetjih, pri katerih naj bi zamenjava posloводства in razlastitev družbenikov negativno vplivala na celotno vrednost podjetja oz. družbe in onemogočala ohranitev lastniškega deleža v reorganiziranem podjetju lastnikom majhnih podjetij. V SME je značilnost organizacije pogosto v tem, da sta vodstvo in lastništvo med seboj povezana. Kadar ima vodstvo posebno specializirano znanje (angl. know-how) ali druge posebne sposobnosti, ki so pomembne za delovanje družb, je vrednost delujoče družbe odvisna od njegove ohranitve v njem (Povzeto po Blum & Kaplan, 1974, str. 657).

Baird in Rasmussen (2001) opozarjata, da za nastanek finančnih težav v družbi obstaja več razlogov kot le slabo posloводство. Povzročitelji so lahko slabe gospodarske razmere, nenadna pomanjkanja osnovnih surovin ali različna dejanja usode. In kot je zapisal Healy (2015, str. 13–14), iz tega izhaja, da se z izključitvijo posloводства in lastnikov lahko iz družbe izključni ključni del, ki generira vrednost delujoče družbe, njihov obstanek pa je v nasprotju z NAP.

Vključevanje družbenikov v SME v reorganizacijski načrt in njihovo sodelovanje po reorganizaciji ni pomembno zgolj zaradi znanja, sposobnosti in informacij, ki povečujejo vrednost podjetja, njihovo vključevanje ima pozitivne učinke na ohranjanja poslovnih odnosov po končanem postopku z že ustaljenimi partnerji. Kadar so možni odkloni in vključevanje tudi nezavarovanih upnikov, se pospeši tudi potrditev načrta in potreba po dolgotrajnih pogajanjih (Huebner & Schaible, 2009, str. 6).

Pri tem je treba opozoriti, da nekateri pravni redi takšne odstopa od NAP dovoljujejo, kadar se upniki z njimi strinjajo. V Sloveniji na primer odstopi od načela niso dovoljeni.

Glede na opisana dejstva se postavlja vprašanje, ali je smiselno, da se stroga in dosledna implementacija NAP uporablja v vseh oblikah družb enako in s tem onemogoča potrditev reorganizacijskega načrta samo zato, ker ni v skladu z NAP in ker en razred upnikov takšnemu planu nasprotuje. Čeprav so stari družbeniki lahko in po navadi so najboljši kupci reorganizirane družbe, saj že imajo vso potrebno znanje, poznanstva in informacije, ki so za uspešno reorganizacijo potrebni (Healy, 2015 str. 13–14).

Kot odgovor na kritike NAP, ki jih je oblikoval American Bankruptcy Institute, povzemam Healyja (2015, str. 18–19), ki pravi, da sta bili obe izjemi, ki se uporabljata v ameriškem sistemu, oblikovani in podani kot odgovor na slabosti načela absolutnih prednosti. Nanašata se na odnos med imetniki delnic oz. družbeniki in upniki:

- Prva dovoljuje, da imetniki osnovnega kapitala ohranijo delež tudi v reorganizirani družbi, če priskrbijo novo/dodatno financiranje. Takšni doktrini angleško pravijo New value exception.
- Druga dovoljuje imetnikom osnovnega kapitala (delničarjem ali družbenikom) v SME, da obdržijo lastniški delež v primeru, kadar so ključnega pomena za nadaljevanje poslovanja, tudi če upniki ne bi privolili kot razred.

Vprašanje Doktrine nove vrednosti (angl. New value exception) je torej posebej pomembno v privatnih, manjših podjetjih, kadar lastnik družbe sodeluje pri upravljanju in vsakodnevem poslovanju. Lastništvo in upravljanje v javnih podjetjih oz. družbah ne predstavlja tako pomembne vloge, saj lastništvo ni povezano z upravljanjem. Ko sta lastništvo in upravljanje razdeljena, lahko kljub spremembi v lastništvu poslovanje posloводства poteka nemoteno. V privatnih družbah je velika verjetnost, da bodo družbe, ki niso v javni lasti, imele lastništvo in upravljanje v isti osebi ali skupini oseb. Kadar upravljanje in lastništvo nista razdeljena, je s spremembo lastništva povezano tudi potrebno novo posloводство, razen če se nekdanji lastnik strinja, da bo še naprej vodil družbo kot zaposleni v njej z novimi lastniki (Rusch, 1992, str. 1312–1313). Takšen dogovor je redko možen, saj lastništvo ne zagotavlja le statusne in glasovalne pravice, temveč tudi sredstvo za morebitne kapitalske dobičke, zato vodstvo ne želi ostati v reorganizirani družbi kot zaposleni, kadar pride do njegove razlastitve v postopku prestrukturiranja (Blum & Kaplan, 1974, str. 657).

Doktrina nove vrednosti je že dolgo poznana poslovna praksa v ameriškem postopku reorganizacije, ki sicer ni opredeljena v stečajnem zakonu (angl. Bankruptcy Code), je pa – kot pravi Robin Bicket White – posledica načela absolutnih prednosti, ki se je razvila zaradi neučinkovitosti, ki so izhajale iz načela. Ima pomemben vpliv na porazdelitev upravljalškega nadzora in vpliva na finančno vrednost družbe. Rusch (1992, str. 1320) pravi, da upniki in dolžniki uporabljajo načelo absolutnih prednosti in Doktrino nove vrednosti kot orodje, s katerim si priborijo del vrednosti delujoče reorganizirane družbe.

Doktrina dovoljuje odstop od NAP in družbenikom oz. delničarjem omogoča sodelovanje pri dodeljevanju deleža v reorganizirani družbi – z namenom, da se ohrani višja vrednost reorganizirane družbe. Namen Doktrine je spodbuditi ključne vodstvene kadre (poslovodstvo), da ostanejo v družbi in tako predstavlja izjemo in odstopanje od NAP glede vrstnega reda poplačila in vključitve starih družbenikov. Ti prispevajo »novo vrednost« v reorganizirano družbo. Dosežena »nova vrednost« pomeni, da dolžnik v procesu potrjevanja reorganizacijskega načrta ohrani interese lastništva v družbi kljub nasprotovanju razreda upnikov, ki ni v celoti poplačan, če mu je priznana dodana vrednost. Takšen institut je imenovan Cramm down, ki ga Cepec (2016a, str. 17) opisuje kot institut, ki dovoljuje potrditev reorganizacije, tudi v primeru, ko zanjo ni glasovalo zadostno število upnikov. Reorganizacija je potrjena, če sodišče presodi, da je dolžnik predstavil načrt, ki je v najboljšem interesu upnikov, hkrati pa nižje razvrščeni upniki niso deležni poplačila pred višje razvrščenimi, upniki istega razreda pa niso poplačani bolje kot upniki, ki so glasovali proti. Da je Cram down v takšni obliki dovoljen, mora sodnik presoditi, da je načrt »pošten in pravičen«, da nova vrednost starih družbenikov »New value« ponuja novo, zadostno količino denarnih sredstev, potrebnih za uspešno prestrukturiranje, in da je vrednost enakovredna z vrednostjo deleža, ki ga je staro poslovodstvo prejelo (Povzeto po McCormack, 2008, str. 269).

Z drugimi besedami to pomeni, da lahko tudi v primerih, v katerih se razredi upnikov ne strinjajo z načrtom reorganizacije, sodišče »starim« delničarjem oz. družbenikom dovoli, da pridobijo nov delež kapitala družbe v zameno za nov vložek kapitala v okviru »New value exception«, ki sicer ni v skladu z NAP. Takšna praksa prikazuje, da namen načela absolutnih prednosti ni, da v vsakem primeru izrine stare družbenike iz družbe, temveč omogoča način, da reorganizirani družbi zagotovi nov denar v zameno za nove deleže in stremi k učinkoviti reorganizaciji. Takšna praksa omogoča odklone od NAP in zasleduje dva cilja, in sicer olajšati prestrukturiranje in preprečiti nove ureditve »new-value arrangements«, ki bi lahko ogrozile načelo absolutnih prednosti (McCormack, 2008, str. 269).

Pomembno je, da družbeniki, ki imajo možnost ohraniti sodelovanje v družbi, upravičijo priložnost in zadostno prispevajo v reorganizirano družbo, omogočijo boljše finančno strukturo in ne le dodane vrednosti s svojim sodelovanjem. Prispevek starih družbenikov mora biti (1) nov, zadosten in dan v trenutku, ko proces poteka, (2) biti mora prosto tržljiv na trgu in (3) mora biti v obliki denarnih sredstev (Alley, 2011, str. 3–4).

Prispevek, ki ga stari družbeniki prispevajo, kot pravi Robin Bicket White, mora biti neposredno povezan z uspehom reorganizacijskega načrta, torej mora biti nujno potreben, zadosten in razumno enakovreden interesu, ki ga prejme ali zadrži v reorganizirani družbi.

Opisana Doktrina se je razvila z namenom, da se kritike, ki jih prinaša NAP, omilijo, pa vendar tudi Doktrina nove vrednosti ni popolna. Bistvena problematika zadeva vprašanje, ali imajo stari družbeniki insolvenčne družbe sploh lahko pravico kupiti delež reorganizirane družbe kljub ugovoru razreda nezavarovanih upnikov, ki niso v celoti plačani (Rusch, 1992).

Poleg tega je težko določljivo, kaj posamezni družbenik oz. dolžnik lahko ponudi kot »novo vrednost«, da se s tem izogne načinu porazdelitve po načelu absolutnih prednosti in ohrani delež kljub nasprotovanju upnikov višjega razreda; in ali je vrednost danega zneska dovolj visoka oz. primerna glede na ugodnosti, ki jih z vključitvijo pridobi. Po mnenju McCormacka (2008, str. 269) se NAP in Doktrina nove vrednosti dopolnjujeta, oba pa sta podvržena manipulacijam, ki izhajajo iz finančne situacije dolžnika. Kot pravi, bi morala biti vsaka priložnost za delničarje, da nadaljujejo s sodelovanjem v družbi, čeprav v zameno za »infuzijo« dodatnega denarja, prepovedana. Zato ker se s tem povečuje njihov vpliv glede na upnike.

Vedno obstaja tveganje, da bo poslovodstvo, ki deluje v skladu z željami lastnikov, predlagalo načrt, ki obstoječim delničarjem zagotavlja nesorazmerne pravice na račun upnikov. Obstaja tudi zaskrbljenost, da bo vrednotenje poslovanja netočno, kar bo delničarjem omogočilo, da zajamejo vrednost, ki bi jo sicer morali prejeti upniki. Sodišča so poskušala nadzorovati te dejavnike tveganja s pripravo številnih omejitev na Doktrino nove vrednosti (McCormack, 2008).

2.3 Potreba po vrednotenju

Problematični vidik NAP predstavlja tudi potreba po vrednotenju podjetja oz. družbe za namen reorganizacije. Kadar želimo v postopku dosledno upoštevati načelo absolutnih prednosti, je treba izdelati oceno vrednosti celotne družbe in na podlagi te določiti deleže v reorganizirani družbi (Baird & Bernstein, 2006). Samo pravilna ocena vrednosti družbe omogoča razdelitev deležev družbe v skladu z NAP (White, 2005). Ena izmed glavnih pomanjkljivosti NAP zato izhaja tudi iz tega, da je za dosledno implementacijo načela treba jasno vedeti, kolikšna je vrednost družbe, ki predstavlja temelj za razdeljevanje vrednosti med upnike, na katerem temelji načelo absolutnih prednosti. Kot pravi Baird (2019), se vrednost izračunava na določen datum, s tem pa je proces reorganizacije obravnavan kot statičen postopek. To je tudi največja težava vrednotenja in bistvo vseh kritik, ki se nanašajo na NAP. Načelo ne upošteva možnosti, da se lahko vrednost reorganizacije spreminja. Dobra reorganizacija lahko poveča vrednost družbe v primerjavi z izračunano vrednostjo v danem trenutku in tako zadostuje za boljše poplačilo več upnikov (Baird, 2019).

Ocena vrednosti dolžnika (ocenjevanega podjetja oz. družbe) predstavlja osrednji kriterij, na katerem se določa razdelitev med upnike z različnimi vrstami terjatev (Guthmann, 1945). Nato glede na dobljeno vrednost, ki jo podajo izvedenci ocenjevalske stroke, upniki in ostali deležniki, sprejemajo odločitve, ki vplivajo na nadaljevanje postopkov (Risius & Ultz, 2017).

Slovenski zakon (142. člen ZFPPIPP) sicer določa, da mora NFP vsebovati likvidacijsko vrednost, ki jo izdela pooblaščen ocenjevalec in na kateri temelji razdelitveni postopek po vrstnem redu, kot ga določa NAP, zaradi česar je ocena likvidacijske vrednosti nujno potrebna.

Vendar menim, da je za upnike in dolžnika bolj relevantna ocena vrednosti delujočega podjetja oz. družbe, ki temelji na podlagi izračuna potencialnih prihodnjih denarnih tokov, diskontiranih na sedanjo vrednost. Kot pravi McCormack (2008, str. 4), je ravno reorganizacija družbe tista, ki omogoča družbi nadaljnje delovanje in s tem ustvari višjo vrednost kot delujoče podjetje v primerjavi z likvidacijsko vrednostjo, s čimer ponuja več od gole vrednosti sredstev, ki so v lasti dolžnika. Kot je zapisal Cepec (2016b, str. 88–89), je ravno dodana vrednost delujočega podjetja (izračunana na vrednosti prihodnjih donosov) odločilni faktor za izbiro postopka reorganizacije namesto stečaja.

Načrt finančnega prestrukturiranja mora dolžnik izdelati sam in ga predložiti ob prijavi postopka (Kaučič, 2016, str. 26). Iz tega izhaja, da dolžnik sam naroči izdelavo vrednosti družbe oz. podjetja. Kot sem že omenila, mora biti v načrtu podana likvidacijska vrednost, vendar mora biti hkrati podan tudi načrt prestrukturiranja, iz katerega bo jasno, da je več kot 50 % možnosti, da je takšen načrt lahko izvedljiv ter bodo tako upniki poplačani bolje v reorganizaciji kot v likvidaciji. Načrt podrobno pregleda pooblaščen ocenjevalec vrednosti podjetij in poda mnenje, ki je lahko pritrdilo ali z zadržkom (141. člen ZFPPIPP).

2.3.1 Razlogi za vrednotenje

V stečaju vrednotenje ne igra tako pomembne vloge kot v postopku reorganizacije, saj dolžnik oz. stečajni upravitelj poskuša po najboljših močeh iztržiti najvišjo vrednost za sredstva, ki so v lasti dolžnika. Sredstva pridobljena s prodajo, se razdelijo med upnike po vrstnem redu, določenem v zakonu, upoštevajoč načelo absolutnih prednosti. Zato je ocena vrednosti v postopku reorganizacije toliko bolj pomembna, saj prihodki iz »navidezne prodaje« temeljijo na novih terjatvah denarnih tokov istega podjetja oz. družbe. Za potrebe uspešno izpeljanega postopka prisilne poravnave je ključno, da se za izračun sedanje vrednosti uporabi dinamična metoda vrednotenja. Za izvedbo takšnega načina vrednotenja je treba natančno ovrednotiti prihodnje denarne tokove oz. potencialne donose. Če se ugotovi, da je družba v prihodnje sposobna ustvarjati denarne tokove, da bo novonastala finančna struktura družbe po reorganizaciji vzdržna in bo tako sposobna plačevati obveznosti do upnikov, bodo upniki takšen NFP podprli. Reorganizacija pa bo imela smisel (Povzeto po Kaučič, 2016, str. 15).

Tako je realna ocena plačil, ki jih bodo prejeli upniki, toliko težja. Ocena deleža družbe (vrednostnega papirja ali delnice) temelji na oceni vrednosti delujočega podjetja/družbe, ta pa je izračunana na podlagi predvidevanj. Določitev teh vrednosti brez uporabe tržnega mehanizma za določanje cen je ena od značilnosti postopka reorganizacije. Vrednotenje v postopku reorganizacije predstavlja največji izziv, s katerim se spopadajo deležniki. Problemi, povezani s prihodki v postopku reorganizacije, izhajajo iz vrednotenja prihodkov, pridobljenih v navidezni prodaji upnikom pred postopkom. Celoten postopek pa je odvisen od ocene vrednosti teh prihodkov (Povzeto po Jackson, 1986, str. 212).

Z vidika NAP je vrednotenje najbolj povezano s potrditvijo reorganizacijskega načrta, ki mora biti uresničljiv in pravičen (Risius & Ultz, 2017). Od ocene vrednosti je tako odvisna dinamika postopka, sprejetje reorganizacijskega načrta in obnašanje deležnikov. Huebner in Schaible (2009) sta zapisala, da je sestava načrta finančnega prestrukturiranja tako neločljivo povezana z izdelavo ocene vrednosti družbe, ki predstavlja izhodiščno točko za določitev, koliko bo vsak razred upnikov prejel po končanem postopku. Upnikom tako načrt, ki je narejen v skladu z NAP, predstavlja izhodišče za pogajanje, saj se zavedajo, da bo v najslabšem primeru sprejet načrt v skladu z NAP, če s pogajanji ne dosežejo boljših izhodišč. Takšna logika razmišljanja velja, kadar je odstopanje od načela sprejemljivo (Huebner & Schaible, 2009).

Pomembno je tudi, da so deleži v družbi razdeljeni tako, da so upniki zadovoljni ter da verjamejo v uspeh reorganizacije, saj je to edini način, pri katerem bodo pripravljeni sprejeti oz. potrditi reorganizacijski načrt. Pri tem je ponovno ključnega pomena čim bolj točna in realna ocena vrednosti, v katero upniki verjamejo. Upniki, ki sodelujejo pri sprejemanju načrta, morajo dobro poznati vrednost svojega zavarovanja in reorganizacijsko vrednost družbe, da lahko sprejmejo odločitev. V ameriški literaturi je lahko na primer reorganizacijski načrt sprejet, četudi en razred upnikov reorganizacijski načrt zavrne, kar omogoča institut Cramm down. Pri tem morata v načrtu veljati dva pogoja, in sicer da je načrt v najboljšem interesu upnikov, je pošten, pravičen ter nediskriminatoren do razreda, ki je reorganizacijski načrt zavrnil. To pomeni, da mora upoštevati načelo absolutnih prednosti. Kot izhaja iz opisanega, je za vse udeležene v postopku bistvenega pomena, da imajo dobro razumevanje vrednosti sredstev ocenjevalne družbe, da lahko sprejemajo odločitve, ki vplivajo na celoten postopek (Povzeto po Risius & Ultz, 2017).

2.3.2 Problemi vrednotenja

Kritike NAP se pravzaprav ne navezujejo konkretno na samo vrednotenje, vendar na nesigurnost/negotovost vrednotenja. Po slovenski zakonodaji je treba upoštevati, da celotna razdelitev vrednosti med upnike temelji na izračunani likvidacijski vrednosti, za upnike pa je pomembno, ali bo v prihodnosti družba sposobna generirati denarne tokove in ali je vrednost delujočega podjetja oz. družbe večja od likvidacijske vrednosti. Ocena vrednosti delujočega podjetja je tako negotova, saj predstavlja le izračunano vrednost, ki temelji na predpostavkah; in je mnenje enega ali več strokovnjakov, ki so na podlagi izkušenj uporabili formule, s katerimi so izračunali vrednost prihodnjih denarnih tokov.

Negotovost izhaja iz tega, da je celoten postopek že po naravi »pristranski«, saj se v izračunih upošteva mnogo neznank in predvidevanj, ki močno vplivajo na končen rezultat. Na oceno vrednosti vpliva več faktorjev, ki so odvisni od presoje ocenjevalca in temeljijo na podlagi subjektivnih odločitev in njegovih izkušnjah. Zunanji faktorji, ki vplivajo na negotovost, so (i) stanje ekonomije v določenem trenutku, (ii) izgledi za prihodnost, (iii) stanje panoge, konkurentov in povpraševanje, od katerega je odvisno nadaljnje poslovanje

družbe. Poleg zunanjih dejavnikov pa so tudi elementi, ki jih uporabljajo v izračunih, in sicer določitev diskontne mere, risk-free factor, strošek kapitala in dolga ter mnogi drugi. Zato Baird in Bernstein ocenjevanje opredeljujeta kot »a guess compounded by estimate«. Skoraj neizogibno je, da se ocenjevalci v izračunih ne bi razlikovali, pri določevanju vrednosti v izračune (diskontne mere, pribitke in odbitke) je 10-odstotno odstopanje običajno, majhne razlike pa imajo na končno oceno veliko večji vpliv (Povzeto po Baird & Bernstein, 2006, str. 1441–1443).

Kot pravi White (2005), netočni izračuni in negotovost vrednosti vodijo do odstopanj od NAP, ki so posledica manipulacij in pristranskih dogovorov med določenimi upniki in dolžnikom, ki nastanejo zaradi želje posameznikov po čim večji zaščiti in moči pri »razdeljevanju« deležev družbe. Zaradi pomanjkanja objektivne vrednosti reorganizirane družbe je postopek razdeljevanja vrednosti odvisen od pogajanj in sodnih postopkov med dolžnikom in upniki. Pogajanja, ki potekajo v luči negotovosti, prinesejo številne pomanjkljivosti postopka, to so dražja in dolgotrajnejša pogajanja, ki negativno vplivajo tako na vrednost kot tudi na normalno delovanje družbe in doseganja maksimalne ekonomske uspešnosti (Povzeto po Baird & Bernstein, 2006).

Največja pomanjkljivost ocenjevanja se torej nanaša na negotovost, ki je povezana s celotnim procesom ocenjevanja. Upniki ne morejo biti prepričani o pravilnosti vrednosti in o stanju industrije, trga in ekonomije, ki se jih v izračunih upošteva. Negotovost, kot pravita Huebner in Schaible, se deli na dve vrsti, in sicer na »dejansko negotovost«, ki je posledica nezaupanja v pravilen izračun delujočega podjetja; in »sodniško negotovost«, saj je odvisno, kakšen način ocenitve podjetja bo dodelil sodnik. Negotovost upnikov je zelo visoka in vpliva na celoten postopek (Povzeto po Huebner & Schaible, 2009).

Pomembno je omeniti tudi to, da imajo različni deležniki drugačne želje po vrednosti ocenjevané družbe, kar poveča nejasnosti in negotovosti o oceni vrednosti v postopku. Kot pravi Jensen (1991), vsi deležniki v postopku nimajo enakih spodbud, da bi zagotavljali nepristranske ocene vrednosti. Napake imajo namreč v izdelavi ocene vrednosti občutne vplive na razdelitev premoženja in zato je po mnenju Gilsona (1995) ocenjevanje prihodnjih donosov manj točno, kot bi lahko bilo, saj niso razkrite vse informacije. Podcenjevanje vrednosti ima pozitiven vpliv na tiste, ki bodo v postopku reorganizacije prejeli deleže oz. delnice družbe. Ocenjena vrednost vpliva na dodelitev sredstev in relativna izplačila. Tako so za voljo boljšega relativnega izplačilnega deleža tisti, ki so deležev v postopku deležni, privrženi podcenjevanju. To so po navadi, senior creditors oz. tisti, ki so poplačani najprej in si s tem zagotovijo višji odstotek poplačila. Ravno nasprotno tendenco imajo navadni, nezavarovani upniki in družbeniki oz. tisti razred upnikov, ki so poplačani kasneje. Kadar je ocena vrednosti višja, bo večji del vrednosti na razpolago za razdelitev med upnike in tako bodo deležni poplačila, ki ga sicer ne bi bili. Če je vrednost sredstev dovolj visoka za popolno poplačilo terjatev, se bodo navadni upniki vedli enako kot zavarovani in bodo zavoljo boljšega deleža poplačila podcenjevali vrednost družbe; kadar vrednost sredstev ne bo dovolj

visoka za poplačilo celotnih terjatev, bo težnja po napihovanju vrednosti večja (Povzeto po Gilson, Hotchkiss & Ruback, 1998, str. 3).

Zaradi različnih interesov razredov upnikov pride do pogajanj, ki so posledica drugačnih interesov in zaznave vrednosti družbe oz. podjetja (Baird & Bernstein, 2006). Napihnjena vrednosti torej godi nižje razvrščenim upnikom ali družbenikom, ki jim omogoča možnost vključitve v reorganizirano družbo. V takem primeru bo to pomenilo boljše izhodišče za potrditev načrta in bo privedlo do odklonov od NAP. Torej bo »napihnjena vrednost« povzročila odstop od NAP, ki je pogosto odraz pogajanj glede reorganizacijskega načrta in netočne oz. negotove vrednosti družbe (White, 2005, str. 26).

Z vidika vrednotenja je torej pomembno, da je izbrana pravilna podlaga vrednosti pri izračunu, s katero se bo zagotovilo implementacijo NAP (Lubben, 2016, str. 594). Na drugi strani je pomembno, da je postopek pravičen in ne oškoduje niti upnikov niti lastnikov. Glede na to, da se na podlagi likvidacijske vrednosti opravi razdelitev po NAP, je vprašanje, kdo bi moral biti deležen vrednosti, ki nastane po uspešni reorganizaciji. Tukaj se nanašam na vrednost razlike med likvidacijsko vrednostjo in vrednostjo reorganizirane družbe, ki bo po uspešni in učinkoviti reorganizaciji imela višjo vrednost. Pozitivno vrednost razlike bodo deležni tisti upniki, ki so na podlagi likvidacijske vrednosti pridobili deleže v družbi. Omenjena razlika med vrednostma je eden izmed razlogov, da se vedno bolj povečuje težnja po uveljavitvi relative priority rule, ki vključuje vse deležnike v sliki po končani reorganizaciji. Stroga oblika implementacije NAP celotno dodano vrednost pripisuje upnikom, ki so vstopili v družbo in pridobili deleže na kapitalu (Blum & Kaplan, 1974, str. 660).

Obstaja več načinov vrednotenja, vendar so vsi načini zgolj ocene, ki temeljijo na predvidenih projekcijah prihodnjih denarnih tokov. Glede na subjektivna predvidevanja, ki jih izračuni vključujejo, je vse to povezano z negotovostjo upnikov o razpletu (Baird & Bernstein, 2006).

Kot pravita Baird in Rasmussen (2001, str. 936), absolutna prednost obravnava reorganizacijo kot prepoznavanje vseh prihodnjih priložnosti na sedanjo vrednost.

Cepec (2015) je opredelil najpogostejše uporabljene metode, ki se uporabljata pri vrednotenjih. To sta:

- bilančna metoda, ki je statična, v izračunu pa se uporablja knjigovodska vrednost premoženja in dolga ter
- metoda izvedljivosti (angl. feasibility), ki je dinamična ter se ukvarja z vrednotenjem prihodnjih donosov.

Ratner, Stein in Weitnauer (2009, str. 25) pa opredeljujejo tri osnovne pristope pri ocenjevanju vrednosti delujočega podjetja oz. družbe:

- metoda, izračunana na donosih,
- metoda, izračunana na sredstvih,
- metoda primerljivih podjetij.

Mnoge predlagane reforme temeljijo na predpostavki, da je uporaba NAP za razdelitev sredstev podjetij optimalna in da je pogajalski postopek, ki običajno privede do odstopanj od načela, slabši oz. ni optimalen. Reforme se nagibajo k vpletanju tržnega načina vrednotenja in s tem zamenjajo pogajalski način. Pogajalski način je, kot pravi White (2007, str. 1034), problematičen, saj napihuje vrednost sredstev. Kot utemeljitev predlogov je predvsem iskanje načina, s katerim bi dobili bolj natančne in realne vrednosti oz. bolj natančno vrednost sredstev v stečaju. Pravi, da je načelo absolutnih prednosti (brez odstopanj) najbolj optimalen način razdelitve vrednosti, ki hkrati povečuje učinkovitost (White, 2007).

Baird in Bernstein (2006) sta prikazala, da negotovost upnikov glede ocene vrednosti spremeni dinamiko postopka in ustvari težnjo po pogajanjih med upniki. Ameriški sistem daje veliko moč pogajanju, v katerem pride do pogodbenih odstopov, četudi privede do odstopanj od NAP. Takšne odstopa opisujeta kot stranski produkt pogajanj v sistemu, ki je sicer privržen upoštevanju in spoštovanju NAP. Odstopanja so za potrditev načrta neizogibna, razdelitev NAP se izvede na podlagi ocenjene vrednosti, ki pa je negotova. Tako standardni modeli sodnih postopkov in poravnav kažejo, da lahko sama negotovost vrednotenja pojasni veliko odstopanj od absolutne prioritete. Pravita, da če bi obstajal mehanizem, ki bi uspel minimizirati odstopanje med vrednostmi podjetij, bi se zmanjšalo tudi število odstopov od NAP; in če bi bilo možno določiti točno vrednost podjetja oz. družbe, v katero bi upniki verjeli, bi NAP predstavljal optimalen način poplčila terjatev (Baird & Bernstein, 2006).

2.4 Obnašanje posloводства in družbenikov ob strogi implementaciji NAP

V nadaljnji analizi je upoštevana predpostavka, da posloводство deluje v interesu družbenikov, lastnikov oz. delničarjev, čeprav v praksi prihaja tudi do navzkrižja interesov med njimi.

Kot pravi White (2007, str. 1024), prioriteta načela vplivajo na dve ključni odločitvi posloводства. To je vpliv na učinkovitost odločitev glede tveganosti naložb in odločitve o tem, kdaj, če sploh, naj prijavi postopek insolventnosti. Kadar je načelo absolutnih prednosti v zakonodaji strogo implementirano in dosledno upoštevano, ima takšna ureditev na dejanja posloводства negativen vpliv, saj naj bi to delovalo v interesu družbenikov. Za družbenike velja, da takšna oblika zakona, ki jim v primeru reorganizacije ne dovoljuje ohraniti interesov v družbi, ne bo prispevala k pospešitvi prijave insolventnosti, temveč jo bo zavirala. Vplivi takšne ureditve se bodo odražali v odločitvah, ki jih bo sprejelo posloводство in bodo upnike postavljali v podrejen položaj. Njihove odločitve in dejanja bodo izboljševali

položaj družbenikov na račun upnikov ali pa položaj upnikov izpostavljali visokim tveganjem. Ob zavedanju stroge absolutnosti načela družbeniki izgubijo spodbude, da bi aktivno in uspešno sodelovali pri reorganizacijah, saj se njihov položaj ne spremeni ne glede na vrsto insolvenčnega postopka, edini način, da bi morda lahko povečali vrednost premoženja in ohranili del vrednosti podjetja, je v sprejemanju visoko tveganih odločitev, ki imajo potencialno visok donos (Povzeto po White, 1989, str. 193–194).

Ker se upniki zavedajo, da imajo staro poslovodstvo in lastniki moč vplivati na dejanja, ki ogrožajo njihovo poplačilo, so zato nekateri med njimi pripravljeni odstopati od NAP. Bebchuk (2001) opisuje ugotovitve in raziskave drugih avtorjev, ki so v svojih delih dokazali, da imajo odstopi od NAP pozitiven »ex ante« učinek, sam pa je prikazal negativne »ex post« in »ex ante« učinke na obnašanje deležnikov v postopku reorganizacije (Povzeto po Bebchuk, 2001).

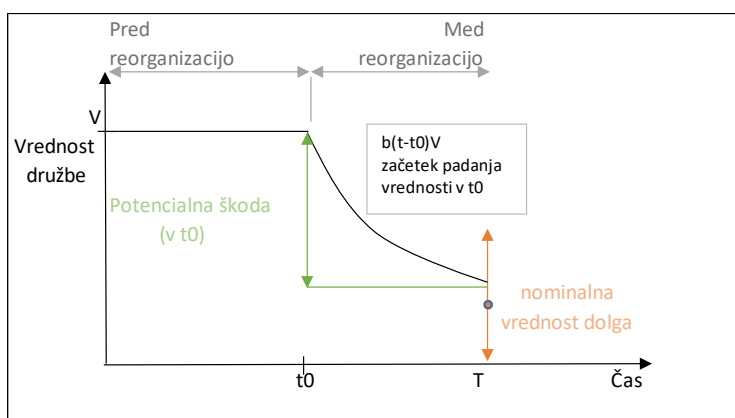
2.4.1 Zavlačevanje postopka in pozna prijava insolventnosti

Za uspešno reorganizacijo je ključnega pomena, da se postopek začne pravočasno, dolžnik in upniki pa čimprej začnejo s sodelovanjem in pogajanjem. Glavna kritika NAP je to, da se z dosledno uporabo načela izgubljajo vse spodbude, ki bi dolžnika spodbudile k aktivnemu reševanju težav v okviru postopka prisilne poravnave oz. prestrukturiranja (Cepec, 2016b). Tako ima načelo absolutnih prednosti nasproten učinek predvsem na hitrost začetka postopka oz. njegove prijave, kot je zaželen v praksi. Hkrati pa se zaradi dolgotrajnih pogajanj podaljša tudi čas končanja postopka. Vpliv na hitrost postopka ima prijava stanja insolventnosti kot tudi sam potek prestrukturiranja. Ameriški pravni red dovoljuje 120-dnevni rok, v katerem lahko samo poslovodstvo prijavi reorganizacijski plan (Bergman & Callen, 1995). Tudi v Sloveniji je mogoče podaljševati postopek, vendar to pomanjkljivost prav tako rešujejo s predpisanimi roki. Glede preprečitve zavlačevanja začetka oz. prijave postopka pa je v slovenskem sistemu, kot to opredeljuje Cepec (2016b, str. 44), implementiran sistem palice, s katerim je za poslovodstvo predvidena kazen oz. odškodninska odgovornost, če upniki presodijo in ugotovijo, da je poslovodstvo zavoljo lastnih interesov prepozno začelo izvajati postopke, ki bi bili potrebni za učinkovito sanacijo družbe, oz. je načrtno prepozno podalo prijavo za izvedbo postopka reorganizacije.

Problematika podaljševanja postopka izhaja iz tega, da je od časovnega obdobja odvisna vrednost družbe. Daljše obdobje pomeni nižjo vrednost. Predvsem zato, ker je tekom postopka omejeno delovanje družbe, izvaja se lahko samo najnujnejše aktivnosti, kar pomeni, da družba v času ne dosega maksimalne učinkovitosti, na drugi strani pa so pogajanja zahtevna in draga. Stroški so povezani z vsemi odvetniškimi storitvami, izdelavami mnenj in cenitev. Spreminjanje vrednosti družbe v odvisnosti od časa sta v svoji raziskavi prikazala Bergman in Callen (1995), uporabila sta model zaporednih pogajanj za namen analize odstopanj od načela absolutnih prednosti. V amerškem postopku reorganizacije (Chapter 11) potekajo pogajanja med dolžnikovim poslovodstvom in upniki,

preden se potrdi reorganizacijski načrt. Ker je čas ključen dejavnik, nekateri upniki pristanejo na ponudbo dolžnika, da se izognejo izgubi vrednosti družbe, s tem pa se omogoča družbenikom, da pridobijo na račun ostalih upnikov. Pogajanja za potrditev sklepa so dolgotrajna in draga. Če ne pride do sklepa prvič, poteka novo pogajanje z drugačnimi pogoji, v primeru ponovnega neuspešnega pogajanja se postopek spremeni v likvidacijo, kjer se NAP dosledno upošteva, vrednost družbe pa je že močno znižana. Kot prikazuje slika 2, se vrednost družbe skozi časovno obdobje manjša, kar je eden od razlogov, zakaj so upniki pripravljeni pristati na reorganizacijski plan, ki odstopa od NAP, za voljo pospešitve končanja postopka, saj se zavedajo, da imajo staro poslovodstvo in lastniki moč vplivati na dejanja, ki ogrožajo njihovo poplačilo (Povzeto po Bergman & Callen, 1995, str. 4–6).

Slika 2: Vrednost družbe kot funkcija časa



Prirejeno po Bergman & Callen (1995).

Zaradi moči družbenikov in poslovodstva, ki zavlačujejo postopek reorganizacije zaradi njihovega položaja, ki je posledica načela absolutnih prednosti, avtorji, kot so Franks in Torous (1989), Betker (1995), Eberhart in Weiss (1998) in Bebchuk (2001), v svojih raziskavah ugotavljajo, da je možnost zavlačevanja postopkov eden izmed glavnih razlogov, da prihaja do odstopov od NAP. Odstopi, ki bodo bolj podrobneje opisani v nadaljevanju, pa imajo tako pozitivne kot negativne učinke. Opisana problematika izhaja iz tega, da so pripravljeni upniki odstopati od NAP zaradi nezaupanja dolžniku in njegovemu moralnemu obnašanju, ki je posledica učinkov na njihov položaj zaradi NAP. S tem pa se izgublja prvotni namen načela, ki ščiti upnike pred takšnimi dejanji poslovodstva. Odstopanje od NAP je posledica želje prednostih upnikov in ostalih deležnikov po čim hitrejši potrditvi reorganizacijskega plana in končanju postopka prestrukturiranja. V nasprotnem primeru se lahko postopek močno podaljša, kar ima negativne posledice na vrednost družbe in povečanje administrativnih stroškov zavoľjo procesa (Povzeto po Eberhart & Weiss, 1998, str. 106–108).

2.4.2 Slaba investicijska dejavnost

Vplivi NAP so na investicijsko dejavnost različni glede na pravno ureditev. Kjer so odstopanja od načela mogoča in bolj pogosta, bo obnašanje posloводства in lastnikov drugačno kot v primeru, da se družbeniki in posloводство zavedajo, da do odstopanj ne bo prišlo (Bergman & Callen, 1995).

Kot pravi Schwartz (1994, str. 1228), v splošnem velja, da načelo absolutnih prednosti poslabša problem prekomernega investiranja zdravih družb. V svojem delu je opisal primere, v katerih NAP negativno vpliva na investicijsko dejavnost. Kadar je NAP strogo in dosledno upoštevano, se staro posloводство in lastniki zavedajo, da bi ob nastopu insolventnosti (v stečajnem postopku ali postopku reorganizacije) izgubili vse: lastniki lastništvo, posloводство pa svoj položaj. Takšno zavedanje posloводство spodbudi k sprejemanju projektov, ki potrebujejo posebno znanje za opravljanje in hkrati niti ni nujno najbolj profitabilno. S tem si priskrbijo zagotovilo, da postanejo pomemben člen družbe in jih novo posloводство obdrži na položajih v reorganizirani družbi. NAP pa ima vpliv tudi na prenizko stopnjo investiranja, in sicer, kot pravi že Mayers (1977) v svoji raziskavi, posloводство, ki deluje v skladu z željami družbenikov, ne bo sprejemalo projektov, za katere se zaveda, da bodo dobiček prejeli imetniki obveznic oz. upniki, vendar bodo denar raje uporabili za pokrivanje stroškov (Povzeto po Schwartz, 1994, str. 1216–1218).

Veliko ameriških raziskav se ukvarja z učinki odstopanja od načela absolutnih prednosti in vplivi na sprejemanja različnih projektov in nalog v družbah. Schwartz (1994, str. 3) opozarja, da lahko odstopanje od NAP vpliva pozitivno ali negativno na investicije v družbi. Franks in Torous (1989) sta prikazala, da se z odstopanjem od NAP rešijo težave, povezane s premajhnim investiranjem.

Kot sem že omenila, bo imelo odstopanje od NAP velik vpliv na sprejemanje odločitev v družbi, ki se bo soočala z insolventnostjo ali pa je tik pred njo. Kadar je odstopanje od NAP pričakovano in dovoljeno, bo imelo načelo na posloводство v času pred insolventnostjo negativen vpliv na prekomerno investiranje. Načelo bo spodbudilo nemoralno obnašanje posloводства z vidika sprejemanja zelo tveganih investicij, saj v primeru neuspeha stroške nosijo upniki, ki so posodili denarna sredstva za izvedbo projekta. Kadar pa se investicija izkaže za pozitivno, imajo korist tudi družbeniki, s čimer se povečuje tudi tveganje investicij v zelo tvegane projekte z visokimi poplačili za družbenike. »Ex post« učinke odstopanja NAP, ki povečuje sprejemanje bolj tveganih odločitev, so prikazali Jensen in Meckling (1976) in Bebchuk (2001).

3 Odstopanje od načela absolutnih prednosti

3.1 Razširjenost odstopov v praksi

Zaradi opisanih kritik v drugi točki nekateri pravni redi dopuščajo odstopanje od NAP v postopku reorganizacije. Takšen primer je ameriška različica prisilne poravnave, Chapter 11. Postopek je bil večkrat analiziran s strani strokovnjakov pravno-ekonomske stroke, ki so raziskovali učinke in vplive odstopanja od NAP.

Do odstopanj od NAP pride med pogajanjem, ki potekajo z namenom uskladitve in potrditve reorganizacijskega plana oz. v neformalnih dogovorih. Pri tem McCromack (2008) opozarja, da se mora NAP upoštevati samo, kadar deležniki ne sklenejo sporazuma in načrtu nasprotuje najmanj razred upnikov. V nasprotnem primeru lahko višje razvrščeni upniki delež predajo nižjemu, in sicer pod pogojem, da načrt izpolnjuje test najboljših interesov upnikov (McCormack, 2008). Slovenski pravni red takšnih odstopov ne dovoljuje, sodišče pa lahko potrdi samo načrt, ki je v skladu z NAP.

Za pravilno interpretacijo posledic, ki jih »kršenje« NAP prinese, je treba definirati, kaj sploh predstavlja odstop oz. kršitev načela. Beranek, Boehmer in Smith (1996, str. 102) so zapisali: »če dosednji delničarji obdržijo samo en delež v stari družbi po postopku reorganizacije, medtem ko upnik višje razvrščenega razreda ni bil v celoti poplačan, gre za kršitev načela«. V literaturi obstaja več različic definicije odstopa od NAP, v splošnem se vse navezujejo na to, da kršitev načela absolutnih prednosti predstavlja vsakršno minimalno poplačilo nižje razvrščenega razreda terjatev, preden je višji razred v celoti poplačan, tudi v primeru, da višji razred s takšnim vrstnim redom soglaša.

Kadar v postopku pride do odstopanja od NAP, korist pridobijo nezavarovani upniki in delničarji oz. lastniki družbe, ki jim upniki, ki imajo v lasti višje razvrščene terjatve, odstopijo del svojega poplačila. Nedosledno upoštevanje NAP posega v velikost celotne vrednosti razdelitvene mase, ta se zmanjša, saj poplača najprej družbenike ali nezavarovane upnike, finančni upniki pa so poplačani v manjši meri, kot bi bili ob doslednem spoštovanju načela (White, 2005).

V različnih časovnih obdobjih so avtorji, kot so Carapeto (2005), Weiss (1990), Eberhart Moore in Roenfeldt (1990), Betker (1995), prišli do podobnih ugotovitev, povezanih z nedoslednim upoštevanjem NAP, in sicer da je v $\frac{3}{4}$ vseh uspešno izpeljanih reorganizacij v postopku prišlo do odstopanja od NAP. Ugotovljen pa je bil trend, da se delež razdelitvene mase, ki jo prejmejo delničarji v reorganizirani družbi, zmanjšuje. Družbeniki prejmejo samo še približno 2 % razdelitvene mase, kar je za 8 % manj od najvišjega povprečja. Vrednost »kršitve« se zmanjšuje (Povzeto po Carapeto, 2005; White, 2007, str. 1042).

Ugotovitve Weissove raziskave so prikazane v tabeli 1, iz katere je razvidno, da je v pravnem prostoru, v katerem je bil odstop od NAP dovoljen, do tega tudi prišlo. Sprejeti so bili

sporazumni načrti za prestrukturiranje, ki so v veliki večini pustili nekaj (določen delež) za lastniški kapital. Družbeniki so bili poplačani v kar 81 %, čeprav jim po pravilih NAP delež ni pripadal. Zavarovani upniki so bili polno poplačani samo v 92 % namesto v vseh, prav tako pa so do deleža poplačila v 81 % prišli tudi nezavarovani upniki kljub nepopolni poplačitvi zavarovanih upnikov (Weiss, 1990, str. 294). Do odstopanj pride, kadar imajo interes ohraniti poslovanje z dolžnikom. Z drugimi besedami, delničarji stare družbe bodo deležni vsaj dela prestrukturirane družbe, čeprav dosledno upoštevanje NAP tega ne dovoljuje (McCormack, 2008, str. 89). Iz rezultatov analize menim, da upniki prepoznajo pozitiven ekonomski učinek sodelovanja starih družbenikov v reorganizirani družbi.

Tabela 1: Število odstopov od NAP

	NAP dosledno upoštevano	Delež odstopov
Vsi postopki	22%	78%
Družbeniki	19%	81%
Zavarovani upniki	92%	8%
Nezavarovani upniki	19%	81%

Prerejeno po Weiss (1990).

Čeprav je bil postopek ameriške reorganizacije (Chapter 11), na katerem je bila izvedena Weissova raziskava leta 1990, torej iz časa, v katerem je nastala analiza, prikazana v tabeli 1, že večkrat drastično spremenjen, tabela vseeno prikazuje tendenco in željo po odstopih od NAP, ki je v veljavi še danes. Prav tako se je ohranila tudi osnovna logika načela.

3.2 Razlogi za odstopanje od načela

Baird in Bernstein (2006) kot glavni razlog za odstopanje od NAP navaja negotovost glede vrednosti podjetja oz. družbe. Franks (1996) kot glavni razlog za odstop od NAP opredeljuje pogajalsko moč dolžnika. V članku *Rational deviations from Absolute priority rules* (1994) sta avtorja zapisala, da potencialni ukrepi, ki jih lahko izvede sedanje poslovodstvo, na upnike delujejo kot grožnja, kar jih spodbuja, da se uskladijo v neformalnih pogajanjih, kjer pristanejo na razdelitev, ki ni v skladu z NAP, preden podjetje vstopi v sodni postopek reorganizacije (Bergman & Callen, 1995).

Do odstopanja od NAP torej pride, kadar so drugi cilji upnikov pomembnejši od vrstnega reda poplačila terjatev, upniki pa se zavedajo, da prioriteto poplačevanje vpliva na obnašanje poslovodstva in s tem povezanih odločitev, ki jih sprejemajo. Kadar upniki presodijo, da bi zaradi načela lahko prišlo do obnašanja poslovodstva, ki bi negativno vplivalo na vrednost družbe in posledično do manjše vrednosti razdelitvene mase, se zato v pogajanjih z dolžnikom dogovorijo za odstopanje od načela in s tem spodbudijo pozitivno obnašanje dolžnika. V večini primerov se odstopanje v procesu organizacije odrazi v obliki,

da družbeniki ali nezavarovani upniki prejmejo delež v družbi, čeprav terjatve upnikov niso poplačane v celoti (Povzeto po Onakoya & Olotu, 2017; White, 2005).

Avtorji, kot so Longstaff (1990), Frierman in Viswanath (1994), Gertner in Scharfstein (1991), Daigle in Maloney (1994), Eberhart in Senbet (1992), izpostavljajo dve glavni iztočnici iz teoretične finančne literature, ki racionalizirata odstopanje od NAP:

- 1 Kadar imajo delničarji in sedanje poslovodstvo priložnost, da NAP ni popolnoma operacionalizirano, se močno zmanjša težnja poslovodstva, da bi sredstva, ki jih družba še ima, vložila v visoko tvegane investicije z negativno NPV (neto sedanjo vrednostjo).
- 2 Drugo stališče se nanaša na pozicijo delničarjev, ki imajo možnost za zaviranje procesa finančne reorganizacije oz. jo odložijo na škodo upnikov družbe.

To pomeni, da lahko odstopanje od NAP učinkuje kot sredstvo za manjšanje tveganja, da bi družbe v finančni stiski sprejemala visoko tvegane odločitve in kot sredstvo za pospešitev končanja postopka.

Kot so v raziskavah ugotavljali Carapeto (2005), Weiss (1990), Eberhart, Moore & Roenfeldt (1990), Betker (1995), so bili višje razvrščeni upniki pripravljeni »izplačati« družbenike, zato da bi se izognili stroškom, ki nastanejo zaradi zavlačevanja postopka reorganizacije in zavrnitve reorganizacijskega načrta. Kadar se dolжник zaveda, da bo v insolvenčnem postopku lahko sodeloval pri razdelitvi, se bo izboljšala tudi investicijska politika (Betker, 1995).

Na odstopanje od NAP vpliva tudi kapitalska struktura družbe, in sicer kadar ima zavarovan večji delež dolga, je odstopanje od NAP manjše. Zavarovan dolg povečuje vrednost družbe, saj za upnike predstavlja skoraj zagotovljeno poplačilo in prioriteto pri poplačevanju v primeru stečajnega postopka (Scott, 1977, str. 13).

3.3 Učinki odstopanja od NAP

Kot je prikazano v poglavju 3, ima načelo absolutnih prednosti učinke na sprejemanje odločitev poslovodstva že pred nastopom insolventnosti, vpliva pa tudi na odločitve med postopkom reorganizacije. Kot izhaja iz raziskav, so posledice odstopanja od NAP lahko pozitivne in negativne. Bebchuk (2001, str. 1) je zapisal, da raziskave, ki so bile narejene v obdobju devetdesetih let nakazujejo pozitivne »ex ante« učinke odstopanja od načela. Sam pa je leta 2002 prikazal nasprotno, in sicer da imajo »ex post« odstopanja od načela absolutnih prednosti negativne učinke na »ex ante« odločitve poslovodstva in družbenikov v družbi. Njegove ugotovitve so poslabšanje moralnega hazarda družbenikov, povečanje investiranja v tvegane posle in vpliv na odločitve o zadolževanju in dividendah.

Tisti, ki zagovarjajo čimbolj fleksibilno strukturo in individualno obravnavo razredov upnikov, učinke v odstopih vidijo predvsem v spodbudah poslovodstvu, pri učinkovitem iskanju rešitev in pospešitvi postopka, saj bi s tem koristili tudi svojim interesom. Kljub kritikam ima odstopanje tudi ekonomske koristi, saj spodbuja zaposlene in poslovodstvo, da se zavežejo družbi in omogočajo prenos informacij med podjetjem in upniki. V primeru insolventnosti imajo tako spodbudo k pravočasnemu pristopu v postopek reorganizacije in s tem težnjo po ohranitvi vrednosti družbe. Ekonomski učinek se pokaže tudi z zmanjšanjem težav s prekomernim in premajhnim vlaganjem v podjetju s finančnimi težavami ter spodbudo poslovodstvu k sprejemanju optimalnih projektov že v obdobju, ko je družba solventna (Povzeto po McCormack, 2008).

Vendar se s tako organizacijo odprejo tudi mnoge možnosti za oportunistična dejanja dolžnika in strateške igre med deležniki in tako odstopanje od NAP lahko povzroči neučinkovitosti na račun bolj ranljivih upnikov, saj se temeljna razdelitvena shema oblikuje na podlagi pogajanj, ki so bolj zapletena, dolgotrajna in draga (Jensen, 1991, str. 31).

Z odstopanjem od NAP se tako zamegli jasnost med dolgom in kapitalom ter prihaja do neskladja med tem, kaj upniki dolgujejo; ter tistim, kar prejmejo v stanju insolventnosti dolžnika, s tem pa se zmanjšuje učinkovitost trga najemanja posojil, kar je v nasprotju z vlogo načela. Odstopi lahko zavestno spodbudijo nekatere deležnike k dejanjem, ki bi družbo spravila v insolventnost in ki bi si z omogočenimi odkloni priskrbeli koristi na stroške upnikov (Povzeto po Aghion, Hart & Moore, 1992; Betker, 1995, str. 161–162).

Povedano drugače, kadar NAP ni strogo implementirano, ima to vpliv na odločitve o naložbah glede sprejemanja projektov in tveganosti investicij². Vpliva tudi na povečanje stroška kapitala in zadolževanja, saj posojilodajalci prilagodijo svoje obrestne mere zaradi dejstva, da lahko družbeniki ohranijo del družbe oz. prejmejo del razdelitvene vrednosti, ki bi sicer v celoti pripadala posojilodajalcem oz. upnikom ter izkrivljajo razporeditev med lastniškim kapitalom in dolgom. Ti argumenti temeljijo na popolnih tržnih teorijah, ki v praksi niso nujno dobre (McCormack, 2008, str. 267). Iz podobnih razlogov, kot jih navaja McCormack, tudi Michelle White meni, da sistem, v katerem je odstopanje od načela dovoljeno, ni optimalen (White, 2005).

² Odstopanja od NAP tako tudi slabšajo težnje poslovodstva k investiranju v visoko tvegane projekte (»ex ante«), čeprav imajo pozitivne učinke na poslovodstvo »ex post«.

4 UPORABA NAČELA ABSOLUTNIH PREDNOSTI V INSOLVENČNIH POSTOPKIH

4.1 Uporaba NAP v stečaju in postopkih reorganizacije

V insolvenčni zakonodaji so opredeljena pravila, ki določajo, kdo, kako in v kolikšni meri naj nosi breme nepoplačanega dolga v primeru nastopa insolventnosti dolžnika. V praksi poznamo različne postopke, ki jih vodijo ob nastopu finančnih težav. V Sloveniji je NAP implementirano, določeno in operacionalizirano v štirih insolvenčnih postopkih: v stečajnem postopku, postopku prisilne poravnave (v nadaljevanju PP), postopku poenostavljene prisilne poravnave in prisilne poravnave nad veliko in srednjo veliko družbo (Povzeto po Plavšak, 2014a; Cepec, 2016b).

Obstaja več razlogov za nastop insolventnega stanja dolžnika. Nastanek insolventnosti zaradi napačne finančne strukture ali zaradi slabega poslovanja posloводства. V primeru slabe finančne strukture je poslovanje družbe kljub temu lahko ekonomsko učinkovito. Pri ekonomsko učinkovitih družbah je zato bolj smotno in učinkovito, da se izpelje postopek prisilne poravnave z namenom finančnega prestrukturiranja. Kadar pa insolventnost nastopi zaradi slabega poslovanja družbe kljub aktivnemu sodelovanju strateških partnerjev je bolj logičen zaključek likvidacija oz. stečaj (Povzeto po Cepec, 2016a, str. 84).

Ključno pri izbiri postopka je vprašanje, ali bodo upniki bolje poplačani v prisilni poravnavi oz. reorganizaciji ali v stečajnem postopku ob predpostavki, da se NAP upošteva v obeh primerih. Glavna razlika med likvidacijo in reorganizacijo, kot jo opisuje Thomas H. Jackson (1986, str. 211), je v tem, kdo je imetnik sredstev po končanju postopka. V likvidaciji postane lastnik tretja oseba, sredstva, pridobljena s prodajo (posamezno ali v skupini), se razdelijo med upnike. V postopku finančne reorganizacije delujočega podjetja pa se sredstva prenesejo kar na upnike. Pri tem je v postopku likvidacije poplačilo upnikov lažje, saj so poplačani iz dobljenih denarnih sredstev, medtem ko je v postopku reorganizacije potrebna ocena vrednosti, ki je zapletena in vpliva na potek postopka (Povzeto po Jackson, 1986).

V splošnem je izbira med likvidacijo in reorganizacijo odvisna od tega, ali obstaja kupec (po navadi upnik), ki vidi večjo vrednost sredstev kot delujoč pojem. Če je likvidacijska vrednost večja od potencialnih bodočih denarnih tokov, gre za neučinkovito družbo in reorganizacija ni smiselna, v obratnem primeru bi primernejši postopek predstavljala reorganizacija, upniki pa bi prišli do višjega poplačila (Cepec, 2016a, str. 84).

Načelo je v teoriji implementirano tako v ameriški kot evropski zakonodaji. Razlika med slovenskim Zakonom o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju in ameriškim sistemom ter nekaterimi evropskimi je, da so ostali pravni sistemi bolj fleksibilni in dovzetni za odstopanje od NAP (McCormack, 2008, str. 213–214). Evropska unija želi v pripravi nove Direktive preventivnega prestrukturiranja (angl. Preventive restructuring Directive) načelo absolutnih prednosti zamenjati z načelom

relativne prednosti (angl. relative priority rule), in sicer z namenom, da se odstranijo nekatere kritike, ki se nanašajo na NAP (De Weijs, Jonkers & Malakotipour, 2019a).

4.1.1 Stečaj

Stečajni postopek se v splošnem vodi z namenom upravljanja in prodaje premoženja stečajnega dolžnika, delitev iztržene vrednosti iz premoženja družbe (stečajna masa) med navadne, prednostne in zavarovane upnike. S stečajno maso se poplačajo tudi stroški postopka, po dokončni delitvi družba praviloma preneha z delovanjem. Z začetkom postopka se prekine delovanje oz. opravljanje poslov, poslovodstvo izgubi položaj in nadzor, sodišče pa imenuje stečajnega upravitelja, ki deluje kot upravitelj in zakoniti zastopnik stečajnega dolžnika. Njegova glavna naloga v nadaljevanju postopka je odprodaja premoženja in preverjanje prijavljenih terjatev, med katere se kasneje razdeli stečajno maso po vrstnem redu, kot to določa ZFPPIPP. Družba se lahko proda kot poslovna celota ali razproda po delih, odvisno, v katerem primeru je celotna vrednost stečajne mase, pridobljena s prodajo, višja. Za nadzor stečajnega postopka se lahko imenuje upniški odbor, nadzor nad stečajnim postopkom pa ima tudi sodišče, in sicer v obsegu, kot ga predvideva ZFPPIPP. Na začetku stečajnega postopka družbeniki, vsi zastopniki dolžnika in poslovodstvo izgubijo vsa pooblastila za opravljanje poslov. Izjemoma lahko sodišče odobri dokončanje tistih poslov, ki so bili začeti pred insolvenčnim postopkom, če se hkrati dokaže, da s tem vrednost stečajne mase naraste oz. se ne zmanjša in ima pozitiven vpliv na prodajo premoženja stečajnega dolžnika (Povzeto po Cepec, 2016b, str. 53–66).

Stečajni postopek je kolektivni postopek, v katerem se poplačajo vse terjatve naenkrat v vrstnem redu, kot ga določuje NAP, upnikom pa se ukine »tekma«, kdo bo prvi na podlagi izvršbe prišel do sredstev, ki so v lasti dolžnika (Jackson, 1986). Podobno opisuje tudi Cepec (2016a, str. 11), ki pravi, da je kolektivni postopek razdelitve stečajne mase učinkovit, saj se s sodelovanjem upnikov znižajo stroški izvršbe in povečuje celotno vrednost razdelitvene mase.

Uporaba načela absolutnih prednosti v stečajnem postopku ne predstavlja nobenega dvoma, implementacija je jasna in smiselna, tako v slovenskem ZFPPIPP kot tudi v ostalih državah Evropske unije (v nadaljevanju EU) in Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA), ki imajo podobno ureditev. Stečajni postopek lahko predlaga dolžnik sam, osebno odgovorni družbenik dolžnika, javni jamstveni, preživninski in invalidski sklad RS ali vsak dolžnikov upnik, ki lahko izkaže svojo terjatev do dolžnika (Cepec, 2016b, str. 53).

V stečajnem postopku se NAP uporablja kot sredstvo, s katerim se razdeli prihodke od prodaje sredstev, ki so predmet razdelitvene mase, pri tem pa NAP ohranja in upošteva pravice upnikov pred družbeniki (White, 2005, str. 5–7).

Slovenski pravni red implementacijo NAP jasno določa v dveh členih ZFPPIPP, in sicer s 359. členom, ki določa pravila o poplačilu iz splošne razdelitvene mase; in v 371. členu, ki določa terjatve, ki se poplačajo iz posebnih razdelitvenih mas.

Začetek stečajnega postopka vpliva na vse terjatve upnikov, ki so nastale do začetka postopka. Zakon zelo podrobno opisuje postopke, ki zadevajo terjatve upnikov, in sicer se nedenarne terjatve spremenijo v denarne terjatve po tržni vrednosti na datum začetka stečaja, občasne dajatve se pretvorijo v enkratne denarne terjatve in vse denarne terjatve se pretvorijo v evrsko valuto (EUR), in sicer po tečaju na datum začetka stečajnega postopka. Upniki morajo v stečaju prijaviti svoje terjatve, razen tistih, ki se po zakonu ne prijavljajo. Omenjena določila so podrobno opisana v 252., 153. in 254. členu ZFPPIPP. Prijaviti je treba tudi terjatve, ki so nastale po začetku stečajnega postopka, saj prepozno prijavljene terjatve sodišče zavrže (296. člen ZFPPIPP). Poleg navadnih terjatev je treba prijaviti tudi zavarovano terjatev in ločitveno pravico, s katero je upnik zavaroval svojo terjatev, sicer preneha tako zavarovanje kot tudi pravica. Posebno mora upnik prijaviti tudi hipoteko in terjatve, zavarovane s to hipoteko, ali maksimalno hipoteko in izločitvene pravice, ki so nastale do začetka postopka, v treh mesecih od začetka stečaja (298. člen ZFPPIPP). Po določbi 299. člena ZFPPIPP izločitvena pravica v primeru neprijave kljub vsemu ne preneha, preneha šele, ko je predmet izločitvene pravice prodan. Začetek stečajnega postopka ne vpliva na ločitveno pravico in na terjatev, zavarovano z ločitveno pravico. Upnik lahko uveljavi večino ločitvenih pravic (vendar ne vseh, tega ne more storiti, kadar gre za nepremičnino), tudi zunajsodno, kar velja samo za zavarovani del terjatve ločitvenega upnika (282. člen ZFPPIPP).

Stečajni upravitelj poskuša po najugodnejših pogojih prodati premoženje dolžnika, ki spada v stečajno maso, kar pomeni, da mora zagotoviti način oz. pogoje, za katere meni, da bo za predmet prodaje iztržil najvišjo možno ceno. Pred prodajo mora biti narejena izdelava ocene vrednosti premoženja s strani pooblaščenega ocenjevalca, ki za podlago vrednosti uporabi tržno likvidacijsko vrednost, kot to določa 327. člen ZFPPIPP.

V stečajnem postopku je edini dovoljeni način prodaje premoženja preko javne dražbe, ki se izvede na podlagi zavezujočega zbiranja ponudb ali na podlagi nezavezujočega zbiranja ponudb s pogajanjem, če prvi način ni bil uspešno izveden, razen če ni določeno drugače. Dražba se lahko izvede na dva načina, in sicer z zviševanjem ali zniževanjem izklicne cene, kot je določeno v 329. členu ZFPPIPP. Na javni dražbi ne sme sodelovati oseba, ki je bila v zadnjih dveh letih pred uvedbo stečajnega postopka član posloводства ali organa nadzora ali prokurist dolžnika. Kot je zapisal Cepec (2016b, str. 63), je to zato, da se prepreči konflikte interesov, managerske prevzeme znotraj stečajnega postopka in spodbude za načrtno zniževanje vrednosti družbe oz. njenega premoženja. Kadar noben od omenjenih načinov ni uspešen (javna dražba ali zavezujoče zbiranje ponudb), četrti odstavek 329. člena dovoljuje, da se pogodbo sklene tudi na podlagi neposrednih pogajanj, vendar v postopek neposrednih pogajanj lahko vstopi samo tisti kupec, ki je že sodeloval v postopu zavezujočega zbiranja ponudb.

Razdelitvena masa, ki je unovčeni del stečajne mase, je predmet razdelitve med upnike v stečajnem postopku in se deli na splošno in posebno stečajno maso (224. člen ZFPPIPP). Vrednost splošne stečajne mase predstavlja celotno premoženje dolžnika, izključuje pa sredstva, ki so pridobljena s prodajo/unovčenjem ločitvene pravice. Slednje premoženje spada v posebno stečajno maso in se mora voditi ločeno od splošne stečajne mase (225. in 226. člen ZFPPIPP). Unovčena stečajna masa se med upnike razdeli po načelu absolutnih prednosti. Načelo se v primeru stečaja dosledno spoštuje in ne predstavlja nikakršnih nespornostov. Z ekonomskega vidika družba preneha delovati, zato učinki glede razdelitve in nadaljnjega poslovanja niso pomembni oz. jih ni. Razdelitev stečajne mase temelji na osnovi 359. člena, v povezavi s prvim odstavkom 225. člena, drugim odstavkom 226. člena in pa 371. člena ter 373. člena ZFPPIPP. Postopek poteka tako, da se vse premoženje dolžnika pretvori v denarna sredstva, razproda na javni dražbi, pridobljena sredstva pa se nato razdelijo po vrstnem redu. Načelo absolutnih prednosti je v uporabi pri razdeljevanju razdelitvene stečajne mase med upnike. Najprej se poplačajo zavarovane terjatve, nato se poplača stroške stečajnega postopka, sledijo prednostne terjatve, navadne terjatve in na koncu še podrejene terjatve. Če je denarja dovolj za poplačilo vseh upnikov, se preostali delež razdeli med družbenike v stečaju. Pojem absolutne prednosti je izražen v 359. členu ZFPPIPP, v katerem je določeno: »dokler razdelitvena masa ne zadošča za poplačilo terjatev predhodnega vrstnega reda, ki jih je treba upoštevati pri razdelitvi, ni dovoljeno začeti plačevati terjatve poznejšega vrstnega reda«. V stečaju pridejo lastniki na vrsto šele po tem, ko so vsi upniki poplačani v celoti (Povzeto po Plavšak, 2014a).

4.1.2 Postopki reorganizacije

V Sloveniji postopke reorganizacije insolvenčnih družb oz. podjetij predstavljajo prisilna poravnava, prisilna poravnava nad srednjo ali veliko družbo in postopek poenostavljene prisilne poravnave.

Uporaba in implementacija načela absolutnih prednosti je v postopku prestrukturiranja mnogo bolj zapletena v primerjavi s stečajem. Prisilna poravnava, ki se vodi z namenom, da se dolžniku, ki je postal insolventen, omogoči finančno prestrukturiranje, je dinamični postopek, ki se ga ne sme zamenjavati s stečajnim postopkom, zato je tudi njegova naklonjenost do NAP v postopku finančne reorganizacije v praksi veliko bolj nekonsistentna (Lubben, 2016, str. 585).

Glavno razliko prisilne poravnave s stečajem predstavlja neprekinjeno delovanje družbe po postopku prisilne poravnave, torej gre za način prestrukturiranja dolga brez prenehanja delovanja kot pravne osebe. V postopku sodišče imenuje upravitelja (kadar upniki predlagajo postopek PP, je upravitelj lahko imenovan na predlog upnikov), vendar ta ne prevzame funkcije poslovodje, prejšnje vodstvo družbe običajno še vedno deluje kot poslovodstvo, vendar so njihove pristojnosti in na splošno poslovanje insolventnega podjetja omejene. Postopek reorganizacije v prisilni poravnavi je mnogo bolj zapleten kot stečaj in

zato Cepec (2015, str. 119) opozarja na vprašanje, ali kompleksnost finančne reorganizacije predstavlja »priložnost« za nižja poplačila upnikov z boljšim vrstnim redom in s tem odprto polje za strateške igre med upniki, družbeniki in poslovodstvom.

Namen implementacije načela je v obeh postopkih enak, in sicer NAP služi za zaščito upnikov tako, da zagotavlja, da nižji razredi upnikov ali lastniški kapital ne ohranijo vrednosti oz. pridobijo koristi pred višjimi razredi terjatev. Pomembno je, da družbeniki ne prejmejo ničesar in izgubijo vse, če v postopku vsi upniki niso v celoti poplačani, kar pomeni, da ne morejo ohraniti deleža ali kakršnihkoli koristi v reorganizirani družbi, dokler vsi upniki ne prejmejo celotne vrednosti prijavljenih terjatev. Družbeniki oz. imetniki lastniškega kapitala v finančni reorganizaciji so tako pogosto »odstranjeni« pri razdelitvi in tako ne obdržijo nobenih deležev v reorganizirani družbi. (Povzto po Jadek, 2014, str. 38)

V postopku reorganizacije se načelo najbolj odraža v možnosti odstranitve starih družbenikov iz družbe, ki poteka preko obveznega zmanjšanja osnovnega kapitala, opisanega v nadaljevanju. Postopek prisilne poravnave je v literaturi pogosto opisan kot »virtualni« stečaj, kot ga opisujeta tudi Hart in Jadek. V obeh omenjenih postopkih, NAP predstavlja temeljno načelo razdelitve, računovodsko pa se prav tako izpeljejo podobni postopki. Stečaj in prisilna poravnava se razlikujeta v tem, da je v primeru prisilne poravnave postopek prodaje viden samo na papirju, stečajno maso pa predstavljajo terjatve do prihodnjih denarnih tokov (Jadek, 2014, str. 38).

Načelo absolutnih prednosti je v podobni obliki kot v prisilni poravnavi vpeljeno tudi v postopku poenostavljene prisilne poravnave in postopku prisilne poravnave nad srednjo ali veliko družbo (Cepec, 2016b, str. 92).

Tabela 2 prikazuje vrste ukrepov prestrukturiranja po različnih vrstah terjatev.

Tabela 2: Vrste ukrepov prestrukturiranja po vrstah terjatev

Vrsta ukrepa	Opis (način prestrukturiranja)	Obvezen/dovoljen
1. Prestrukturiranje vseh navadnih ali vseh navadnih finančnih terjatev	1.1. Zmanjšanje in/ali odložitve dospelosti - 143(1) oz. 221.m (1)	Vedno obvezen
	1.2. Povečanje osnovnega kapitala s stvarnimi vložki - 144(1)	Vedno dovoljen (alternativno k ukrepu 1.1) obvezen v primer 143(8)
2. Prestrukturiranja zavarovanih terjatev	2.1. Odložitve dospelosti ali/in zmanjšanje obrestnih mer - 221.n(1)2	Vedno dovoljen
	2.2. Preoblikovanje ločitvenih pravic v skupne ločitvene pravice - 221.n(1)2	Vedno dovoljen
	2.3. Povečanje osnovnega kapitala s stvarnimi vložki - 144(2)	Vedno dovoljen (alternativno k ukrepu 1.2 - 199.b(3))
3. Prestrukturiranje podrejenih terjatev	3.1. Prenehanje - 143(3)3	Vedno obvezen
	3.2. Povečanje osnovnega kapitala s stvarnimi vložki - 144(2)	Dovoljen, razen v primeru iz 143(9) - če s poenostavljenim zmanjšanjem osnovnega kapitala ni mogoče pokriti celotne nepokrite izgube

Vir: Plavšak (2014a).

V dopolnitvi zakona iz leta 2013 v Sloveniji pomembno novost predstavlja določitev, da se poleg omenjenih ukrepov prestrukturiranja lahko izvede tudi prestrukturiranje z izčlenitvijo. Prestrukturiranje z izčlenitvijo določa 221.o člen ZFPPIPP, in sicer pomeni, da se rentabilen oz. perspektiven del družbe izčleni v samostojno (novo) družbo in nadaljuje s poslovanjem. V načrtu prestrukturiranja je vnaprej določeno, ali se bo po izvedbi izčlenitve nad dolžnikom opravil postopek redne likvidacije ali stečajni postopek. V postopku izčlenitve novonastala družba ne odgovarja za preostale obveznosti dolžnika. Nanjo se prenese samo poslovno potrebno premoženje, kar vključuje tudi zastavno pravico, ki je na tem premoženju zavarovana z ločitvenimi pravicami. Kapitalska ustreznost se v tej družbi po navadi zagotovi s transformacijo terjatev (enako kot v navadnem postopku prisilne poravnave), kar pomeni, da postanejo lastniki zavarovanih terjatev, ki so transformirali svoje terjatve iz dolžniškega v lastniški kapital, lastniki družbe, ki je nastala z izčlenitvijo (Povzeto po Plavšak, 2014a, str. 37–56; Simoneti, 2014b, str. 15).

Zaradi zahtevnosti in obsežnosti postopka prisilne poravnave je v bil z novelo E vpeljan nov postopek, namenjen mikro in majhnim podjetjem, imenovan poenostavljena prisilna poravnava, s katerim je tudi mikro in majhnim podjetjem omogočena izvedba reorganizacije. Cepec (2016b, str. 76) kot glavno razliko poenostavljenega postopka izpostavlja zmanjšano vlogo sodišč in odsotnost upravitelja. Takšnih podjetij je po podatkih Statističnega urada republike Slovenije (SURS) več kot 99 %. Priložnost reorganizacije takšnih podjetij je pomembna za gospodarstvo, saj omenjena podjetja ustvarijo približno 67 % vseh prihodkov v državi, 55 % dodane vrednosti in zaposlujejo približno 70 % vseh aktivno zaposlenih (Združenje bank Slovenije, brez datuma).

Se je pa z uvedbo načela absolutnih prednosti v postopek prisilne poravnave načelo vpeljalo tudi v poenostavljen postopek PP, kar je razvidno iz 221. b člena ZFPPIPP, ki opredeljuje uporabo pravil iz postopka prisilne poravnave v poenostavljenem postopku in v drugem odstavku jasno določa, da se, če ni v oddelku 4.7 drugače določeno, uporabljajo členi 133–138, kar vključuje tudi 136. člen, ki pa opredeljuje načelo absolutnih prednosti oz. dolžniku določa, da lahko obdrži samo tak delež v osnovnem kapitalu dolžnika, ki bi ga prejel, če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek. V stečajnem postopku pa je NAP strogo in dosledno implementirano.

4.2 Načini razvrstitve terjatev

Načelo absolutnih prednosti narekuje, da se terjatve razvrščajo v razrede po merilu prednostnega poplačilnega upravičenja (Plavšak, 2014a, str. 30). Razdeljevanje terjatev v razrede je pomembno iz več razlogov. Za dosledno uveljavitev NAP je potrebno, da so terjatve razdeljene v razrede z enakim razmerjem do dolžnika in da plačilni vrstni red temelji na razvrstitvi teh razredov. Kot opozarjajo De Weijs, Jonkers in Malakotipour (2019a, str. 17), je težko oz. nemogoče primerjati skupine upnikov med seboj. Njihov položaj se

popolnoma razlikuje, saj pred insolvenčnim stanjem vsak upnik prilagaja svoje obrestne mere glede na takratno stanje in položaj, ki ga ima in ga bo imel v primeru insolvenčnosti.

Glavna delitev poteka v dveh razredih, ki terjatve deli na zavarovane in nezavarovane, slednje pa še na prednostne, navadne in podrejene. Ne glede na vrsto insolvenčnega postopka, stečaj ali prisilna poravnava, NAP določa enak vrstni red poplačila razredov terjatev upnikov. Določitev terjatve v razred je odvisna od vsebine oz. zavarovanja (Povzeto po Plavšak, 2014b).

Terjatev je lahko finančna ali poslovna. Finančna terjatev je tista, ki je nastala na podlagi pogodbe, ki jo je dolžnik sklenil z banko, finančno institucijo, drugo finančno družbo, ali pa gre za različne vrste pogodb, kot sta na primer kreditna pogodba in finančni leasing (20. člen ZFPPIPP). Poslovna terjatev je vsaka terjatev, ki ni finančna terjatev in izvira iz poslovnega razmerja med dolžnikom in upnikom. Med poslovne terjatve se vključuje tudi terjatve, ki so povezane z javnopravnimi obveznostmi, kot so davki in prispevki, četudi se jih v obligacijskem pravu obravnava kot neposlovne terjatve (Plavšak, 2014a, str. 26).

4.2.1 Zavarovane terjatve

Zavarovana terjatev je tista, ki ima terjatev zavarovano z ločitveno pravico, tj. vsaka pravica, ki vključuje upravičenje prednostnega poplačila terjatve iz določenega premoženja. Po 19. členu ZFPPIPP je ločitvena pravica: »Pravica upnika do plačila njegove terjatve iz določenega premoženja insolventnega dolžnika pred plačilom terjatev drugih upnikov tega dolžnika iz premoženja.« Ločitveni upnik je torej tisti, ki v postopku uveljavlja terjatev, zavarovano z ločitveno pravico. Pravica, ki jo pridobijo imetniki zastavne pravice, je prednostno poplačilo zavarovane terjatve. Najpogostejša zastavna pravica je hipoteka, med zastavne pravice pa spadajo tudi pridržana (retencijska) pravica in pravica fiduciarja pri prenosu lastninske pravice v zavarovanje ter pridobitev ločitvene pravice v izvršilnem postopku (Cepec, 2016b, str. 92).

V stečajnih postopkih se zavarovane terjatve poplačujejo prednostno iz kupnine, dosežene s prodajo premoženja, ki je predmet ločitvene pravice. Tisi del terjatev, ki presega vrednost premoženja, ki je predmet ločitvene pravice, se obravnava kot nezavarovane terjatve. Kadar je več terjatev zavarovanih z isto hipoteko (ali katero drugo zastavno pravico), ima pri poplačilu prednost tista, ki je bila glede na časovno obdobje pridobljena najprej (Povzeto po Plavšak, 2018b, str. 23).

Upniki z ločitveno pravico so poplačani pred nezavarovanimi upniki, in sicer iz posebne stečajne mase, ki predstavlja zavarovano premoženje (Plavšak, 2014b). Načelo absolutnih prednosti zavarovanim upnikom omogoči, da niso obravnavani kot razred terjatev, ki se poplačuje po prednostnem razvrščanju v postopku, saj so poplačani iz posebne razdelitvene mase (White, 1989, str. 131). To pomeni, da je načelo absolutnih prednosti pomembno predvsem za nezavarovane upnike, kjer se več vrst razredov poplačuje iz iste stečajne mase.

Kot pravi Michelle J. White, so si zavarovani upniki z ločitveno pravico že pred stečajnim postopkom zagotovili, da zasežejo določeno premoženje, če podjetje ne izpolni svojih obveznosti oz. če pride v stečajni postopek. V splošno stečajno maso spadajo le sredstva, ki niso predmet ločitvenih upnikov, iz katerih se poplača nezavarovane upnike. V primeru stečaja so tako v večini primerov vsa ali skoraj vsa sredstva predmet ločitvene pravice zavarovanih upnikov, tako da nezavarovani upniki ne prejmejo ničesar (White, 2005, str. 6).

Načelo absolutnih prednosti v stečajnem postopku oz. prisilni poravnavi prekine »tekmo«, kateri upnik bo prvi prišel do premoženja dolžnika na podlagi izvršbe, vendar ima na drugi strani vpliv na povečano željo med upniki po terjatvah s prednostim poplačilom in boljšimi pogoji v primeru insolventnosti. Po ZFPPIPP se lahko zavarovanja, ki so bila ustanovljena v zadnjem letu pred stečajem, izpodbija. White opozarja, da takšne spremembe zavarovanj, ki izhajajo iz želje boljše prioritete, prinašajo neučinkovitosti, saj se z obnovitvijo posojil upniku omogoči, da odloži prijavo insolvenčnega postopka za določeno obdobje, sredstva pa se ne uporabljajo za najboljši namen. (Povzeto po White, 2005, str. 6–7)

4.2.2 Nezavarovane terjatve

Nezavarovane terjatve so tiste, ki niso zavarovane z ločitveno pravico in so podrejene zavarovanim terjatvam ter se poplačajo za njimi. Poplačujejo se po pravilih, ki so določeni v 359. členu ZFPPIPP, iz katerega izhaja vrstni red poplačil po načelu absolutnih prednosti. Nezavarovane terjatve se v nasprotju z zavarovanimi terjatvami poplačujejo iz splošne razdelitvene mase v naslednjem vrstnem redu, pri tem pa se upošteva načelo absolutnosti iz 359. člena:

1. prednostne terjatve,
2. navadne terjatve in
3. podrejene terjatve.

White (2005, str. 6) pravi, da je v literaturi najbolj znan način poplačevanja znotraj razreda »me-first«, kot sta opisala Fama in Miller (1972), in da se nezavarovane terjatve znotraj razreda lahko poplačujejo na dva načina, ki v obeh primerih ohranita NAP. Najpogostejši način je »me-first«, v katerem se vrstni red nezavarovanih upnikov razvršča po kronološkem vrstnem redu, tisti, ki je prvi sklenil pogodbo z dolžnikom, ima prednost pred upnikom, ki je v razmerje z dolžnikom prišel za njim. Nasprotni način pa sta poimenovala »last-lender-first«. Ta način v slovenski zakonodaji ni prisoten, razen če je šla družba iz postopka prisilne poravnave v stečaj, tekom prisilne poravnave pa je prejela kredit. V tem primeru ima zadnji kredit prednost. Na splošno v »last lender first« velja ravno obratno kot v »me first«: tisti, ki je zadnji dolžniku odobril posojilo, je plačan najprej. Če razvrstilni vrstni red ni določen, imajo terjatve znotraj istega razreda enako prioriteto (Povzeto po White, 2005, str. 5–7).

Danes takšna poplačila niso prisotna, upniki v istem položaju se poplačujejo »pro-rata«, torej sorazmerno glede na deleže, kot določuje tretji odstavek 359. člena ZFPPIPP.

Iz splošne stečajne mase se prednostno, pred ostalimi nezavarovanimi terjatvami, poplačajo prednostne terjatve, to so terjatve, ki se nanašajo predvsem na terjatve v povezavi z delavci, davčnimi organi in obveznimi socialnimi zavarovanji in so določene v 21. členu ZFPPIPP (Cepec, 2016b, str. 94). Po načelu absolutnih prednosti se navadna terjatev poplača iz splošne stečajne mase takoj za prednostnimi terjatvami. Če terjatev ne spada med prednostne ali podrejene terjatve, gre za navadno terjatev, ki spada v razred nezavarovanih upnikov (Plavšak, 2014a, str. 30). Običajno je navadnih terjatev največ, mednje spadajo neplačani računi, kreditne kartice, bančna posojila brez zavarovanj. Kot navaja Cepec (2016b, str. 94), so navadne terjatve tudi druge davčne obveznosti³ in druge terjatve dolžnika do države oziroma lokalne skupnosti. Med navadne terjatve spadajo tudi tisti deli zavarovanih terjatev, za katere vrednost zavarovanja ni zadoščala za celotno poplačilo terjatev, zato je bila terjatev razdeljena na dva dela. Ostanek terjatve, ki ni poplačan z zavarovanjem, se pretvori v navadno terjatev. Sledijo podrejene terjatve, to so tiste, ki nastanejo na podlagi pravnega razmerja med dolžnikom in upnikom, če postane dolžnik insolventen. Podrejene terjatve se plačajo iz splošne stečajne mase, in sicer po vrstnem redu za prednostnimi in navadnimi terjatvami (Plavšak, 2014a).

Korporacijske pravice sicer nimajo značilnosti obligacijske pravice oz. terjatve, vendar z vidika načela absolutnih prednosti predstavljajo eno izmed ključnih vprašanj v primeru prisilne poravnave, saj so lahko družbeniki v insolvenčnih postopkih poplačani šele po tem, ko se v celoti poplača vse zavarovane in nezavarovane upnike. Korporacijske pravice imajo značilnosti zakonske podrejenosti, saj je poplačilo lastnikov po načelu absolutnih prednosti zadnje (Povzeto po Plavšak, 2014b).

V insolvenčnih postopkih imajo zakonsko podrejenost tudi krediti, ki nastanejo med lastnikom podjetja in podjetjem. Tovrstni krediti nastanejo tako, da družbenik podjetja lastnemu podjetju odobri posojilo, namesto da bi podjetju zagotavljal lastni kapital. Tovrstni krediti imajo po 498. členu Zakona o gospodarskih družbah (ZGD-1), Ur. l. RS, št. 65/09 posebno obravnavo v stečajnem postopku in prisilni obravnavi, saj družbenik/lastnik ne more uveljavljati zahtevka za vračilo posojila in ni obravnavan kot ostali finančni upniki, s katerimi se podjetje financira. Takšne kredite se v primeru insolventnosti obravnava kot kapital oz. premoženje podjetja (Povzeto po Plavšak, 2018a).

4.2.3 Razvrstitev v stečajnem postopku

V stečajnem postopku se morajo prijaviti vse terjatve, razen tistih, ki se po zakonu ne prijavljajo. Čas za prijavo terjatev je obdobje treh mesecev od objave oklica za začetek

³ Davek na dodano vrednost, davek od dohodkov pravne osebe, davčne globe.

postopka. Če upnik terjatve ne prijavi pravočasno, terjatev preneha, sodišče pa jo lahko zavrže (296. člen ZFPPIPP).

Načelo absolutnih prednosti poleg tega, da ima dolg prednost pred kapitalom, hkrati določuje, da se pred prednostnimi terjatvami poplačajo stroški stečajnega postopka; terjatev, ki je nastala na podlagi stroškov v stečajnem postopku, ima najvišjo stopnjo prednosti (White, 2005, str. 5). Med stroške stečajnega postopka spadajo vse obveznosti stečajnega dolžnika, ki nastanejo po začetku postopka, to so vsi stroški, ki so povezani z nemotenim procesom postopka. V stroške se vključuje stroške upravljanja in plačila osebam, ki opravljajo posle, potrebne v stečajnem postopku, kot so izdelava poročil, mnenj in ocen ter računovodski in administrativni stroški procesa, davčne obveznosti in prispevki, ki nastanejo med potekom stečajnega postopka. Stroške postopka mora dolžnik poravnati ob njihovi zapadlosti (Povzeto po Cepec, 2016b, str. 95).

Začetek stečajnega postopka je lahko posledica neuspešne prisilne poravnave, v tem primeru imajo terjatve, ki so nastale med postopkom prisilne poravnave, absolutno prednost, v angleščini se uporablja izraz *ultra priority*. Takšne terjatve se poplačujejo iz splošne stečajne mase pred prednostnimi terjatvami. Vrstni red določa 289. člen ZFPPIPP. Absolutno prednost pred ostalimi terjatvami imajo torej terjatve, ki so nastale kot posledica stroškov prisilne poravnave, za katero je sledil stečajni postopek (Povzeto po Plavšak, 2014a, str. 30).

Razvrstitev terjatev v stečajnem postopku, upoštevajoč načelo absolutnih prednosti, je naslednja, najprej so poplačane zavarovane terjatve, na katere stečajni postopek ne vpliva, saj so izplačane iz posebne stečajne mase, kljub temu jih mora upnik terjatev prijaviti (terjatev in ločitveno pravico, s katero je terjatev zavarovana). Premoženje, ki je predmet ločitvene pravice, se proda v stečajnem postopku. Sledi poplačilo nezavarovanih terjatev iz splošne stečajne mase, pri tem imajo absolutno prednost pred navadnimi terjatvami stroški, povezani s stečajnim postopkom. Za stroški stečajnega postopka se poplačajo prednostne terjatve, katerim sledijo navadne terjatve in za njimi še podrejene terjatve. Najnižjo prioriteto imajo družbeniki oz. lastniški kapital. Ko je poplačan višji razred terjatev v celoti, se preostali delež splošne stečajne mase razdeli med nižji prioritetni razred. Znotraj posameznega razreda se terjatve poplačujejo po načelu »*pari passu*«, torej sorazmerno med upniki istega plačilnega razreda. Težava v poplačilu upnikov v stečajnem postopku nastane, če je večina premoženja, ki ga ima podjetje, zavarovano z ločitveno pravico. Takrat gre vse premoženje v posebno stečajno maso, medtem ko za v splošno stečajno maso in nezavarovane upnike ne ostane nič sredstev in torej ostanejo nepoplačani (Povzeto po Cepec, 2016b, str. 91-97).

4.2.4 Razvrstitev terjatev v postopku prisilne poravnave

Vrstni red poplačevanja je enak kot v stečajnem postopku. Razvrstitev terjatev in delitev premoženja podjetja je določena v načrtu finančnega prestrukturiranja, načrt pa mora biti sestavljen tako, da je pošten in pravičen do vseh upnikov ter da upošteva načelo absolutnih

prednosti (Cepec, 2016b). V reorganizaciji je načelo torej upoštevano, če ga upošteva tudi načrt finančne reorganizacije, to je v primeru, kadar se vrednost družbe med upnike razdeli po NAP.

Sam postopek ne učinkuje na ločitveno pravico in terjatve, zavarovane z ločitveno pravico. Imetnik je omejen s splošnim moratorijem na izvršbe. Med postopkom prisilne poravnave dolжник ne sme poplačati ločitvenega upnika, ki je v postopku izvršbe, lahko pa se poplača sam, če ima pravico do izvensodne prodaje. Izvršba se lahko nadaljuje šele po končani prisilni poravnavi. Prav tako postopek prisilne poravnave (v nadaljevanju PP) ne učinkuje na prednostne terjatve in izločitvene terjatve. Prisilna poravnava pa lahko zajema tudi zavarovane terjatve. Podrejene terjatve v postopku prenehajo (Povzeto po Cepec, 2016b, str. 93).

Prisilna poravnava sicer učinkuje na vse terjatve, ki so nastale do začetka postopka, četudi jih upnik ni prijavil. Kadar upnik svojo terjatev prenese na insolventnega dolžnika zaradi izvedbe finančnega prestrukturiranja, za to terjatev veljajo posebna pravila (212. člen ZFPPIPP).

V postopku prisilne poravnave oz. finančne reorganizacije mora dolжник upnikom, ki so v enakem položaju, ponuditi enake pogoje. Pri večini postopkov prisilnih poravnav pride do transformacije dolga v kapital, saj mora v skladu z osim odstavkom 144. člena ZFPPIPP dolжник obvezno dati alternativno ponudbo za konverzijo v deleže, kadar izpolnjuje dva pogoja: a) izkazuje čisto izgubo in b) računovodska vrednost sredstev presega likvidacijsko vrednost sredstev. Transformacijo lahko ponudi tudi zavarovanim in podrejenim upnikom. Pri tem se načelo absolutnih prednosti upošteva v tem, da lahko dobijo zavarovani upniki boljše pogoje od navadnih upnikov, podrejeni upniki pa so deležni nižjega deleža v kapitalski strukturi, podrejene terjatve sicer s potrditvijo postopka prenehajo (Povzeto po Cepec, 2016b, str. 68).

Tako kot v stečajnem postopku imajo v prisilni poravnavi stroški postopka absolutno prednost pred ostalimi terjatvami. V prisilni poravnavi te stroške predstavljajo stroški, ki so nujno potrebni za redno delovanje podjetja, dobava, ki je potrebna za opravljanje dejavnosti, davek na dodano vrednost, trošarine in druge davke ter prispevke v skladu z zakonom. Med stroške postopka se vključujejo tudi plačilo odvetnikov, revizorjev in pooblaščenih ocenjevalcev, ki opravljajo cenitve in poročila, ki so ključna za izvedbo postopka. Med drugim zakonodaja omogoča tudi predčasno celotno poplačilo terjatve, ki sicer spada med navadne terjatve, vendar z obrazložitvijo dokazuje, da je bilo poplačilo nujno za nadaljnje poslovanje med dolžnikom in dobaviteljem (Povzeto po Cepec, 2016b, str. 96–97).

Posojilo oziroma kredit, ki bi dolžniku omogočal nadaljnje poslovanje, lahko dolжник najame samo ob soglasju sodišča. Pri tem je višina zneska, ki jo lahko prejme, omejena na maksimalno vrednost, ki je enaka vrednosti likvidnih sredstev podjetja, potrebnih za financiranje poslovanja, in kritje stroškov postopka prisilne poravnave (151. člen ZFPPIPP).

Zakon torej omogoča pridobitev zagonskih sredstev za nadaljevanje poslovanja pod pogojem, da s tem soglaša sodišče.

V tuji literaturi se v postopku prisilne poravnave nemalokrat pojavi odstopanje od NAP pri razvrščanju terjatev, saj med upniki potekajo pogajanja, v katerih vsak upnik zavzema stališče, kako bi maksimiral svojo terjatev (Baird & Bernstein, 2006, str. 1943–1944).

5 UREDITEV NAČELA ABSOLUTNIH PREDNOSTI V POSTOPKU PRISILNE PORAVNAVE V SLOVENIJI

5.1 Dopolnitev zakona, novela F

Slovenska insolvenčna zakonodaja je bila od leta 1991 že kar nekajkrat dopolnjena in spremenjena. Na začetku je veljala za dolžniku prijazno obliko zakona, s spodbudami dolžnikov za finančno reorganizacijo, skozi leta in prakso pa se je spremenila v upniku prijazen sistem. Od novembra 2013, ko je bila sprejeta novela F, so bile v ZFPPIPP z vidika načela absolutnih prednosti vpeljane ključne dopolnitve zakona (Cepec, 2016b, str. 36–37).

Poleg uvedbe novega postopka preventivnega prestrukturiranja, posebnih pravil za prisilno poravnavo nad veliko in srednjo družbo, se je vpeljalo in implementiralo načelo absolutnih prednosti tudi v postopek prisilne poravnave, upniki so pridobili večjo moč in uvedlo se je glasovanje o načrtu finančnega prestrukturiranja po razredih. Bistvena sprememba se odraža v 136. členu ZFPPIPP, v katerem je opredeljen namen načela absolutnih prednosti v postopku prisilne poravnave, ki se vodi za izvedbo finančnega prestrukturiranja, s čimer je bilo prvič sprejeto in uvedeno načelo, ki lastnikom družb ne dovoljuje, da bi obdržali delež v lastniškem kapitalu reorganizirane družbe, če vsi ostali upniki niso v celoti prejeli povrnjenega zneska izkazanih terjatev (Povzeto po Cepec, 2016b, str. 37).

NAP so vpeljali z namenom, da se poveča zaščita upnikov in prepreči zlorabe, ki nastajajo med družbeniki in posameznimi upniki. Z dosledno uveljavitvijo načela se izgube, ki so nastale pod vodstvom starega posloводства, torej tistih, ki so za njih dogovorni, najprej prenesejo na lastnike in šele na to na upnike (po navadi na banke) ter posredno tudi na davkoplačevalce (Toplak, 2014).

Načelo absolutnih prednosti, njegova logika in potreba po dosledni uporabi se v ZFPPIPP sicer odraža v več členih. Pri vpeljevanju načela absolutnih prednosti ne gre le za vrstni red poplačila terjatev, pomembna je osnovna logika načela in povezava s stečajnim postopkom, saj se prisilno poravnavo izvede samo v primeru, kadar upniki prejmejo boljše poplačilo, kot bi ga prejeli, če bi bil nad dolžnikom začet stečajni postopek. Ker je kot oportunitetni strošek poplačila v prisilni poravnavi določeno poplačilo v stečaju, v katerem pa se NAP dosledno upošteva, je treba NAP spoštovati tudi v postopku prisilne poravnave. Povezava med obema

postopkoma je ključna za ugotavljanje, ali so bili upniki v postopku prisilne poravnave deležni boljšega poplačila kot v stečaju.

Kot sem že omenila, je najpomembnejša sprejeta sprememba v noveli F dodan in spremenjen 136. člen, v katerem je opisan namen postopka prisilne poravnave, iz katerega izhaja, naj se postopek vodi, kadar je poplačilo upnikov ugodnejše kot v stečaju. Prvi in drugi odstavek omenjenega člena vpeljujeta načelo v postopek, in sicer prvi določuje, da lahko stari imetniki kapitala obdržijo samo tak delež v osnovnem kapitalu, ki je enak deležu, ki bi ga prejeli, če bi bil izveden stečajni postopek. Iz tega izhaja, da se razdelitev vrednosti družbe upnikom v postopku prisilne poravnave vodi po enakem principu kot v stečajnem postopku, kjer ima dolg prednost pred kapitalom (Plavšak, 2014b). Drugi odstavek pa določuje, da se prisilna poravnava izvede samo, če se upnikom zagotovijo ugodnejši pogoji plačila njihovih terjatev, kot če bi bil nad dolžnikom začel stečajni postopek, in sicer ob upoštevanju vseh pravil vrstnega reda v stečajnem postopku, kar vključuje vrstni red NAP (136. člen ZFPPIPP). Postopek se vodi z namenom in v primeru, da bo dolžnik po finančni reorganizaciji postal kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben (137. člen ZFPPIPP). Vpeljava načela absolutnih prednosti izhaja iz tega, da družbenike postavlja na zadnje mesto razdelitvene sheme, kjer lahko obdržijo deleže v družbi samo takrat, kadar je poplačana celotna vsota terjatev vseh upnikov in bi enak delež prejeli tudi v stečajnem postopku, v nasprotnem primeru jim zakon preprečuje, da bi v reorganizirani družbi ohranili korporacijske pravice. Drugi odstavek pa določa, da mora biti poplačilo upnikov ugodnejše od poplačila v stečaju ob upoštevanju vrstnega reda in drugih pravil poplačil. Če prisilna poravnava upnikom ne zagotovi ugodnejših pogojev, se mora izpeljati stečajni postopek. Zakon dosledno vztraja pri spoštovanju boljšega poplačila v postopku tudi v 145., 146. in 172. členu.

Vrstni red, kot ga določa načelo absolutnih prednosti, je opredeljen v 359. členu. Ta člen sicer določa le vrstni red plačila terjatev iz splošne razdelitvene mase, vendar če se zraven upošteva, da se pred navadnimi terjatvami poplačajo zavarovane terjatve, kot splošno razdelitveno maso pa se upošteva ocenjeno pošteno vrednost premoženja (način razdelitve v prisilni poravnavi), se ob spoštovanju absolutnosti iz 359. člena izkaže popolna struktura načela absolutnih prednosti.

Pojem absolutnosti oz. »absolutna prednost« se nanaša na zahtevo, da se lahko poplača naslednji razred terjatev šele, ko je celoti poplačan višji razred terjatev in jo zakonodaja določa v 359. členu ZFPPIPP, ki določa vrstni red poplačila terjatev iz splošne razdelitvene mase. Razpoložljiva sredstva se torej ne delijo sorazmerno, temveč v celoti (Združenje Manager, 2013b).

Pri razdelitvi se glede na opisane člene vrstni red poplačuje enako kot v stečaju, v spremenjeni noveli je prišlo do dopolnitve 142. člena, ki v sedmi točki prvega odstavka določa izdelavo ocene vrednosti podjetja, ki je v skladu z mednarodnimi standardi ocenjevanja (v nadaljevanju MSOV), ob predpostavki prisilne prodaje v stečajnem

postopku. Likvidacijska vrednost predstavlja razdelitveno maso v postopku prisilne poravnave. O smiselnosti te dopolnitve se bom opredelila v nadaljevanju (v točki 5.6).

Ker se celotni postopek prisilne poravnave lahko izvede samo v primeru boljšega poplačila kot v stečaju, je treba v povezavi s 359. členom in 136. členom upoštevati tudi 373. člen, ki določa, da si v primeru ostanka razdelitvene mase, torej kadar so poplačani že vsi upniki, preostanek razdelitvene mase razdelijo družbeniki, in sicer sorazmerno z njihovimi deleži. Ta člen torej tudi v postopku prisilne poravnave vključuje družbenike v razdelitveno shemo, vendar za vsemi ostalimi upniki, ki so imetniki terjatev.

Kadar gre družba v stečaj po navadi družbeniki izgubijo vse, saj so tudi upniki le delno poplačani ali celo niso. Postopek razlastitve je v stečaju manj zapleten kot v prisilni poravnavi, saj družba preneha z delovanjem. V prisilni poravnavi mora biti razlastitev družbenikov izvedena v skladu z ustreznim postopkom zmanjšanja osnovnega kapitala. Postopek je podrobno opredeljen v 199. členu ZFPPIPP. Na izgubo deležev v družbi vpliva tudi 144. člen, ki določa, da mora dolжник podati alternativni predlog prisilne poravnave s pretvorbo terjatev v deleže.

Ob takšni implementaciji načela absolutnih prednosti, ki jo je prinesla novela F, se postavlja vprašanje, kaj je pravzaprav smisel finančne reorganizacije. Kot pravi Cepec (2016b), uporaba načela v takšni obliki, kot ga zahteva trenutna zakonodaja, zamegli cilj, ki temelji na pravni zaščiti dolžnika, da se mu omogoči možnost reorganizacije. Kadar gre družba v postopek PP, se lahko upnikom ponudi vrednost delujočega podjetja, ki je višja od vrednosti posameznih sredstev (likvidacijske vrednosti). Njihove terjatve niso poplačane takoj ob prodaji sredstev, ampak temeljijo na prihodnjih donosih družbe. Namen sodno vodenega postopka reorganizacije je, da se dolžniku omogoči nadaljevanje z reorganizacijo ali odpisom dolga. Sporno pri takšni implementaciji je, da se dolžniku kot pravni osebi omogoči nadaljevanje, lastnike družbe pa se na podlagi likvidacijske vrednosti iz njega izrine in tako upniki postanejo novi lastniki (Cepec, 2016b, str. 14–25).

Kot sem podrobno opisala v tretji točki, nekateri pravni redi dovoljujejo odstopa od načela zaradi določenih učinkovitosti in spodbud. V slovenskem pravnem prostoru soglašam s Cepcem (2016b) in Jadekom (2014), ki pravita, da je načelo v Sloveniji dosledno implementirano, učinkovitost postopka PP pa je zato nekoliko vprašljiva. Na drugi strani Združenje Manager (2013c) sicer opozarja, da takšna oblika zakona omogoča kršenje načela in da se zato zmanjšuje učinkovitost insolvenčnih postopkov. Kršenje NAP naj bi bilo omogočeno zaradi določil v 209. členu ZFPPIPP, ki sodišču omogoča potrditev sklepa tudi v primeru, kadar ni sestavljen v skladu z NAP. Opisujejo dva scenarija, ki se lahko zgodita zaradi kršenja NAP: i) da se breme izgub lastnikov prenese na banke in davkoplačevalce, ki bodo te zgube prisiljeni pokriti ali pa ii) se bodo postopki še podaljšali, ker banke, ki dejansko sprejemajo odločitev o načrtih finančnega prestrukturiranja, ne bodo pristale na to, da pokrivajo tuje izgube. Vendar menim, da je v Sloveniji jasno določeno, da se mora načelo

upoštevati in da odstopov od načela zakonodaja ne dopušča. Sodišče NFP v postopku prisilne poravnave, ki ne upošteva NAP, ne bi smelo sprejeti.

5.2 Spoštovanje načela absolutnih prednosti pri sestavi načrta finančnega prestrukturiranja

Postopek prisilne poravnave je razdeljen na dva dela, in sicer na predhodni postopek in glavni postopek. Njegov namen je, da se insolventnemu dolžniku omogoči dogovor z upniki o prestrukturiranju terjatev – z namenom, da dolžnik postane kratkoročno in dolgoročno plačilno sposoben (Cepec 2016b, str. 66–72). V postopku PP ključni element za uspešno reorganizacijo predstavlja potrditev finančnega načrta prestrukturiranja. Sestava in vsebina omenjenega dokumenta igrata ključni vlogi v prisilni poravnavi. Cilj je, da se upniki strinjajo z razdelitvijo deležev družbe, izglasujejo in potrdijo NFP in s tem omogočijo prestrukturiranje oz. izvedbo postopka prisilne poravnave. Načrt finančnega prestrukturiranja mora biti pošten in vsem upnikom omogočati boljše poplačilo terjatev kot v stečajnem postopku.

ZFPPIPP v 141. členu določa, da je treba načrt finančnega prestrukturiranja predložiti že ob prijavi postopka prisilne poravnave, ta mora vsebovati vse potrebne elemente, določene v 145. členu. Kasneje je sicer načrt mogoče spremeniti in prilagajati, vendar so dopolnitve in spremembe možne samo v smeri, da izboljšajo položaj upnikov, iz česar izhaja, da se načrt finančnega prestrukturiranja po vložitvi le redko oz. ne spreminja (Cepec, 2016b, str. 66–71). Glede na to, da mora dolžnik predložiti načrt finančnega prestrukturiranja že ob sami prijavi postopka, pomeni, da postopek steče že pred prijavo prisilne poravnave, torej morajo med dolžnikom in upniki potekati tiha pogajanja, na podlagi katerih dolžnik pripravi načrt finančnega prestrukturiranja.

Vpliv načela absolutnih prednosti se v postopku finančne reorganizacije izkaže pri sprejemanju načrta finančne reorganizacije in postopkih razdeljevanja vrednosti družbe. To pomeni, da če tudi nezavarovani upniki ne dobijo povrnjenih vseh svojih terjatev v celoti, dokler nižje razvrščen razred ni prejel ničesar, velja, da je načelo upoštevano, plan pa je pravičen in pošten. Carapeto je v svoji raziskavi potrdila, da zaradi dosledne uporabe načela nižji razredi upnikov v veliki večini primerov ne prejmejo nič in tako nasprotujejo in zavirajo sprejetju reorganizacijskega načrta, saj so lahko poplačani samo v primeru, ko so v celoti poplačani vsi višji razredi upnikov (Carapeto, 2005).

Pravna in ekonomska stroka zagovarjata, da načelo absolutnih prednosti izhaja iz modela pogajanja upnikov, ki govori o optimalnem sistemu reorganizacije in mora upoštevati določila pogodb zunajsodnih pogajanj in maksimirati vrednost sredstev dolžnika v postopku zaradi insolventnosti (Casey, 2011, str. 759).

Po ekonomski logiki je bistvo finančne reorganizacije v tem, da upniki dolžniku zaupajo in mu verjamejo, da bodo bolje poplačani iz bodočega poslovanja kot v primeru stečajnega

postopka. Kot pravi Simonič (2014, str. 45), sta zaupanje in vera v dolžnika izredno pomembna. Da tisti, ki sklepajo posle, verjamejo, da se bo v primeru nastanka težav z insolventnostjo upošteval takšen vrstni red poplačil, kot izhaja iz sklenjenih razmerij, nastalih pred insolventnostjo. Le v tem primeru se znižujejo stroški financiranja ter povečuje konkurenčnost celotne ekonomije. Opozarja, da v Sloveniji zaupanja med dolžnikom in upniki ni, zato se povečuje uporaba zavarovanj pred sklenitvijo pogodbe, kar ima posledično vpliv na zvišanje stroškov financiranja. Ko med deležniki vlada zaupanje, je spoštovanje NAP lažje, pogajanja med upniki v različnih položajih so bistveno manj zahtevna, postopek potrjevanja načrta finančnega prestrukturiranja pa je pospešen.

Strinjam se s Simoničem (2014, str. 47), ki pravi, da je za najbolj učinkovito rešitev treba upoštevati NAP, vendar z možnim odstopanjem zaradi ekonomskih razlogov. Ekonomske učinkovitosti namreč lahko nastanejo, kadar zakonodaja omogoča individualno obravnavo ključnih deležnikov podjetja, od katerih je podjetje bodisi odvisno bodisi lahko ob posebni obravnavi poveča vrednost družbe. V tem primeru se posebno obravnavanje nanaša predvsem na delavce in dobavitelje. Kot pravi, dobavitelji predstavljajo ključni del v verigi poslovanja družbe. Njihove obveznosti se po navadi poplačuje sproti, zato terjatev praviloma ne zavarujejo in spadajo v razred nezavarovanih upnikov (Simonič, 2014, str. 46). Iz tega izhaja, da po vrstnem redu, kot ga določa NAP, v praksi redko ostane kaj za nezavarovane upnike. Oškodovan dobavitelj verjetno ne bo sklepal poslov z istim dolžnikom tudi v prihodnje. Zato se njihova vloga še posebno izkaže v prestrukturiranju majhnih in srednjih družb, ki so odvisna od enega dobavitelja, pri katerih bo za uspešno reorganizacijo prevladoval dogovor z njim. Poseben dogovor, ki bi dolžniku omogočil pogoje za nadaljnje poslovanje in sodelovanje z dobaviteljem, je ključen za uspešno reorganizacijo. Brez dogovora z glavnim dobaviteljem je lahko položaj dolžnika močno ogrožen, kar pomeni, da glavni dobavitelj določi priložnost oz. uspešnost reorganizacije (Healy, 2015, str. 12 in 29).

Odstopi od NAP naj veljajo samo, kadar privilegirana obravnava določenega razreda poveča celotno vrednost reorganizirane družbe (in je hkrati vrednost višja, kot bi bila v primeru stečaja). Kadar ima individualna obravnava takšen vpliv, bi moralo biti odstopanje od stroge uporabe NAP zaradi pozitivnih ekonomskih učinkov dovoljeno (Simonič, 2014, str. 45).

Na splošno velja, da NAP negativno vpliva na sprejetje načrta finančne reorganizacije, saj onemogoča pogajanja in dogovarjanja med dolžnikom in upniki, ki bi dopuščali odklone od načela in s tem povečali celotno vrednost družbe. Kot pravijo LoPucki in Whitford (1990), »imetniki kapitala oz. delnic avtomatično zavrnejo NFP, če ne prejmejo nobene vrednosti v reorganiziranem podjetju«. V tuji literaturi in praksi je najbolj poznan institut, imenovan Cramm down, ki ob določenih pogojih omogoča potrditev NFP tudi, če načrt ne dobi potrebne večine. V Sloveniji je razlika v tem, da imetniki kapitala oz. delnic ne glasujejo o potrditvi NFP, dolžnik sam pripravi NFP, o katerem glasujejo upniki.

Menim, da bi morala pogajanja o sestavi NFP potekati v sodelovanju z upniki, z upoštevanjem NAP, vendar z možnimi odkloni tako, kot je to praksa v ameriški različici

reorganizacije. Trenutna priprava NFP v Sloveniji predstavlja mehanicističen proces, kjer dolžnik sam pripravi načrt na podlagi »tihih« dogovorov. Dober in učinkovito pripravljen načrt je ob pritiskih upnikov, ki vedno znova zahtevajo nova zavarovanja in postopke izvršbe obstoječih zavarovanj, zelo težko pripraviti in potrditi. Za uspešno pripravljen načrt prestrukturiranja je pomembno, da se upošteva prvo načelo (od osmih), ki so opisani v Statement of principles for a global approach to multi-creditor workouts (Insol International, 2017) in pravi, da: »če dolžnik zaide v finančne težave, morajo biti vsi deležniki pripravljeni na medsebojno sodelovanje, da mu zagotovijo zadosten (čeprav omejen) čas za pridobitev vseh informacij, ki jih mora dolžnik pridobiti in ovrednotiti ter primeren čas za pripravo predloga za reševanje finančnih težav dolžnika, ki jih je treba oblikovati in oceniti, razen če je takšen potek v določenem primeru neprimeren.«

Pri sestavi NFP pa je pomembno, (i) da dolžnik, delničarji in upniki sodelujejo in so pripravljeni sprejemati kompromise, (ii) da dolžnik prvi prispeva h kritju izgub na različne načine⁴, (iii) da se dolžnik odreče plačilu dividend in drugim prihodkom, (iv) da se izgube upnikov s podobnim statusom sorazmerno porazdelijo z višino njihove izpostavljenosti. Vedno je treba pri načrtu upoštevati tudi potrebe dolžnika po vlaganjih v osnovna sredstva in razvoj (CAPEX)⁵ ter na primer garancijski potencial. (Povzeto po Združenje bank Slovenije, 2014; Združenje bank Slovenije, brez datuma)

V času postopka PP velja moratorij na izvršbe tistih terjatev, na katere postopek sicer ne vpliva. To velja predvsem za zavarovane in prednostne terjatve. V primeru, da se prisilna poravnava nanaša tudi na prestrukturiranje zavarovanih terjatev, je te nujno potrebno obravnavati v NFP (Povzeto po Cepec, 2016b, str. 69–70).

Preventivno prestrukturiranje družb omogoča uvedbo in odobritev sodnega moratorija brez predložitve načrta finančnega prestrukturiranja, za kar menim, da bi izboljšalo tudi postopek PP, povečati pa bi se moral nadzor zaradi prevar. Ker nekateri upniki niso vključeni v pogajanja in ker je v zakonu jasno določeno, da je treba dosledno upoštevati NAP, se prepreči marsikateri reorganizacijski plan, ki bi sicer ob kompromisih in pogajanjih lahko bil sprejet in učinkovit (Carapeto, 2005).

V sedanji zakonodaji je, kot pravi Simoneti (2014b, str. 14), vpliv upnikov na NFP velik, saj lahko:

- Upniki, ki imajo v lasti 20 % finančnih terjatev, predlagajo postopek reorganizacije in naknadno prijavijo NFP.
- Upniški odbor spremeni NFP in ima prednost pri glasovanju pred NFP, ki ga je pripravil dolžnik.

⁴ S prodajo poslovno nepotrebnih sredstev, odpravo ali preložitvijo določenih naložb, izplačil bonusov ter drugih poslovno nepotrebnih izdatkov.

⁵ Ta naj praviloma znaša v višini dolgoročne stopnje amortizacije ter panožne primerljive stopnje obratnega kapitala. Poleg tega naj obseg že oblikovanih oslabitev ne vpliva bistveno na strukturo/vsebino načrta prestrukturiranja oz. končne rešitve.

- Upniki dobijo pooblastilo za vodenje poslov.

Upniki imajo moč, da lahko dosežejo enak položaj dolžnika, in sicer ne glede na insolvenčni postopek (stečaj ali PP), važno je le izboljšanje položaja upnikov v sistemu razdeljevanja, ki upošteva načelo absolutnih prednosti.

5.3 Glasovanje v postopku prisilne poravnave z vidika načela absolutnih prednosti

Po slovenski zakonodaji je glasovanje o postopku PP urejeno s ponderiranjem. Postopek odločanja in izračun deleža glasovalnih pravic določata 200. in 201. člen ZFPPIPP. V postopku sodelujejo vsi navadni upniki, ki imajo priznано ali verjetno terjatev. V glasovanju lahko sodelujejo tudi zavarovani upniki, če so svojo terjatev v postopku spremembe osnovnega kapitala zaradi izvedbe finančnega prestrukturiranja prenesli na dolžnika ali če postopek prisilne poravnave vpliva tudi na zavarovane terjatve. (Cepec, 2016b, str. 70).

Tabela 3 je narejena na podlagi 201. in 205. člena ZFPPIPP in prikazuje količnike, ki se uporabljajo za različne razrede terjatev, ki jih upniki prenesejo v kapital dolžnika. Kolona A prikazuje količnike za terjatve, ki jih upnik prenese v kapital dolžnika, kolona B pa prikazuje količnike, če je upnik sočasno s povečanjem osnovnega kapitala z denarnimi vložki vpisal in vplačal tudi nove delnice, katerih skupna emisijska cena presega 10 %.

Tabela 3: Količniki, ki jih upniki prenesejo v kapital dolžnika

	A Navadna konverzija	B Konverzija z vplačilom delnic
	Količnik	
Zavarovana terjatev	3	5
Zavarovana terjatev, z odloženo dospelostjo	/	0,75
Navadna terjatev	2	4
Navadna terjatev z odloženim pogojem	/	0,5
Druga navadna terjatev	/	1
Podrejena terjatev	0,25	0,5

Vir: 201. člen ZFPPIPP in 205. člen ZFPPIPP.

Glasovanje o potrditvi PP poteka v dveh razredih, za uspešno potrjeno prisilno poravnavo, je treba zagotoviti, da znašajo skupni ponderirani zneski terjatev vsaj 6/10 terjatev do dolžnika (205. člen ZFPPIPP). Kadar PP vpliva na zavarovane in nezavarovane upnike, morajo navadni upniki glasovati z večino 6/10, zavarovani upniki pa z večino 3/4. Prisilna poravnava je sprejeta, če je sprejeta v obeh razredih (Ministrstvo za pravosodje, 2013).

Združenje Manager (2013c) meni, da je takšna ureditev glasovanja problematična, saj naj bi tak sistem omogočal nezavarovanim terjatvam, da preglasujejo zavarovane. S tem naj bi imetniki nezavarovanih terjatev pridobili priložnost, da so poplačani pred zavarovanimi, tudi če upniki zavarovanih terjatev niso prejeli 100 % poplačila vsote terjatev. Takšen sistem nikakor ne bi bil v skladu z logiko načela absolutnih prednosti, vendar v tem primeru ne soglašam s tem mnenjem. Strinjam se, da je za dosledno uveljavitev in operacionalizacijo načela treba najprej uvesti glasovanje po več razredih, ki so oblikovani na osnovi primerljivega položaja skupin upnikov in lastnikov, saj je v nasprotnem primeru uporaba NAP nedosledna oz. je omogočeno kršenje, vendar v Sloveniji oz. slovenski zakonodaji te problematike ne vidim, saj glasovanje o NFP poteka v dveh razredih in se sprejme samo ob potrditvi obeh. Problematično bi bilo lahko le, če bi nezavarovani upniki izsiljevali, da bi bili pripravljeni potrditi NFP samo v zameno za nekaj.

Trenutna oblika glasovanja je zasnovana tako, da samo po sebi predvideva, da se bodo upniki odločili za konverzijo terjatev v kapital. Po mojem mnenju je takšno predvidevanje nekoliko v nasprotju z ekonomsko logiko, saj se po tem principu upniki zavežejo h konverziji, še preden je NFP veljavno potrjeno. Konverzija sicer velja, šele in samo če je PP potrjena. Nihče ne more biti v konverzijo prisiljen. Ni pa, kot pravi Simoneti (2014c), optimalna rešitev, vendar zgolj edina možnost za upnike, da prejmejo neko poplačilo. Do konverzije pride šele po tem, ko se NFP potrdi.

5.4 Položaj družbenikov v postopku prisilne poravnave

Položaj družbenikov se je z uvedbo NAP v postopku prisilne poravnave močno poslabšal. Glavni razlog za poslabšanje je zmanjšanje osnovnega kapitala, ki povzroči razlastitev pravic družbenikov in izhaja iz potrebe po upoštevanju načela absolutnih prednosti, uporabe likvidacijske vrednosti in dejstva, da je v postopku prisilne poravnave pomemben samo izboljšan položaj upnikov, ne pa družbenikov. Kot je zapisano v jedru odločbe višjega sodišča z opravilno številko VSL sklep Cst 538/2015, se bistveni implementaciji tega načela kažete skozi zakonske določbe o oblikovanju razredov upnikov in skozi pravila o prenehanju korporacijskih pravic lastnikov ter postopkih zmanjšanja osnovnega kapitala.

Z vsako spremembo zakonodaje se je bolj okrepila težnja po večji moči in pravicah upnikov v postopku prisilne poravnave. Prva takšna sprememba je upniškemu odboru omogočila sprejeti sklep o spremembi osnovnega kapitala, sledila je novela E, ki je moč upnikov povečala s tem, da jim je omogočila »prisilno« spremembo osnovnega kapitala dolžnika. Zmanjšanje oz. povečanje pa je lahko izvedeno tudi s stvarnimi vložki upnikov, kar predstavlja spremembo dolžniškega kapitala v lastniškega. Spremembe so vplivale predvsem na zmanjšanje moči družbenikov in oslabile njihov položaj s tem, ko posegajo v lastniški kapital družbe (Povzeto po Cepec, 2016b, str. 50).

Na tem mestu Cepec opozarja na direktivo 2012/30/EU, ki velja v Evropski uniji. Sodna praksa Evropskega sodišča namreč prepoveduje spremembe OK, če delničarji temu nasprotujejo (Cepec, 2016b, str. 149).

Ko je bilo v zakonodajo vpeljšano načelo absolutnih prednosti, se je za družbenike povsem spremenil položaj, saj je to pomenilo, da lahko obdržijo samo tak delež v osnovnem kapitalu, ki ustreza vrednosti preostanka premoženja, ki bi ga bili deležni v stečajnem postopku, oz. z drugimi besedami, družbeniki ne morejo ostati del reorganizirane družbe in imeti od tega koristi, če so upniki v kakršnikoli obliki oškodovani. V postopku prisilne poravnave se ob doslednem upoštevanju NAP stare lastnike razlasti s postopkom zmanjšanja osnovnega kapitala preko pokrivanja izgube iz kapitala, saj v nasprotnem primeru ne more priti do dogovora o potrditvi prisilne poravnave, ker NAP določa, da družbeniki ne smejo ohraniti deleža, če vsi upniki niso v celoti poplačani (Povzeto po Kenda, Šimac, Lipnik & Toplak, 2013).

5.4.1 Postopek zmanjšanja osnovnega kapitala in ponovno povečanje z novimi denarnimi vložki ali stvarnimi vložki

Postopek poenostavljenega zmanjšanja osnovnega kapitala in povečanje s strani upnikov je tisti, ki družbenike »izrine« iz družbe. Celoten postopek je z vidika upoštevanja NAP zelo pomemben, saj samo izvedba poenostavljenega zmanjšanja osnovnega kapitala lahko zagotovi dosledno implementacijo načela. Njegova vpeljava se izraža v dopolnjenih pravilih o spremembi izvedbe finančnega prestrukturiranja v 144. členu in 199.a, b in d členu ZFPPIPP, ki narekujejo način, po katerem pride do razlastitve dolžnika, oz. lahko obdržijo delež, ki je enak tistemu, ki bi ga prejeli, če bi se izvedel postopek stečaja (Povzeto po Plavšak, 2014a, str. 31–33).

Pred izpeljavo postopka je treba opozoriti na to, da se mora smiselno upoštevati določila iz ZFPPIPP in korporacijsko ureditev v ZGD-1. Slednja narekuje dva pogoja, ki določata obstoj kapitalske družbe in tekom postopka ne sme biti kršeno. Družba mora imeti:

- 1 ustrezen najnižji osnovni kapital in
- 2 razdeljen kapital na delnice oziroma poslovne deleže.

Iz tega izhaja, da mora biti vrednost osnovnega kapitala (v nadaljevanju OK) vedno vsaj tolikšna, kot je določena v ZGD-1, in nikakor ne sme biti nižja od najnižjega določenega zneska. Višina najnižjega OK se razlikuje glede na pravnoorganizacijsko obliko družbe. Tako 378. člen v povezavi s 171. členom ZGD-1 določa, da se osnovni kapital v delniški družbi lahko zmanjša pod najnižji znesek, tj. 25.000 EUR⁶, v družbi z omejeno odgovornostjo pa pod 7.500 EUR⁷ samo, če se ta znesek nato ponovno doseže s povečanjem

⁶ 171. člen ZGD-1 –NPB14

⁷ 475. člen ZGD-1–NPB14

osnovnega kapitala. Kadar je treba OK ustrezno zmanjšati, se postopek izpelje na podlagi pravil poenostavljenega zmanjšanja osnovnega kapitala hkrati s ponovnim povečanjem z novimi denarnimi vložki ali stvarnimi vložki, katerih predmet so terjatve upnikov do družbe. Povečanje mora biti izvedeno vsaj do te mere, da zadošča določilom iz ZGD-1. Postopek se izpelje, če je za to sprejet sklep o zmanjšanju in hkratnem povečanju osnovnega kapitala (Povzeto po Plavšak, 2014a, str. 32).

Na tej točki je za boljše razumevanje problematike pomembno razjasniti dva pojma, to sta insolventnost in negativni kapital. Postopek poenostavljenega zmanjšanja OK iz 199.d člena ZFPPIPP se izpelje ob predpostavki, da je družba že insolventna. Po 14. členu ZFPPIPP je insolventnost: »položaj, ki nastane, če dolжник oziroma dolžnica v daljšem obdobju ni sposoben poravnati vseh svojih obveznosti, ki so zapadle v tem obdobju ali postane dolgoročno plačilno nesposoben.« Stanje insolventnosti torej predstavlja plačilno nesposobnost družbe, to je po navadi, kadar je vrednost celotnega premoženja družbe manjša od dolgov. Po definiciji, ki je podana na spletni strani Zveze računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, je negativni kapital: »nabrana izguba, ki je po bilanci stanja večja od kapitala (lastniškega kapitala) oz. presežek dolgov nad sredstvi.«

V postopku zmanjšanja osnovnega kapitala ima glavno vlogo 199.d člen ZFPPIPP, ki močno vpliva na položaj lastnikov. V omenjenem členu so zapisana posebna pravila o poenostavljenem zmanjšanju osnovnega kapitala, in sicer se postopek lahko izpelje, če sklep o povečanju osnovnega kapitala insolventnega dolžnika sprejmejo (i) insolventni dolжник, (ii) poslovodstvo insolventnega dolžnika, (iii) upniški odbor ali (iv) ločitveni upniki. Povečanje se hkrati s poenostavljenim zmanjšanjem osnovnega kapitala izvede v dveh primerih:

- 1 Kadar je v računovodskih izkazih dolžnika izkazana nepokrita izguba, morebitni preneseni čisti dobiček oziroma čisti dobiček poslovnega obdobja pa ne zadošča za pokritje celotne vrednosti nepokrite izgube. V takšnem primeru se bo za pokrivanje izgube najprej uporabilo morebitni čisti dobiček, ki ga bo generirala družba in razpoložljive rezerve, s katerimi razpolaga. Zaradi same narave insolventnosti se po statični kategoriji izkaže, da rezerve in čisti dobiček ne zadoščajo za pokrivanje celotnega zneska. Za ta del izgube, ki ostane nepokrit, je treba uporabiti sredstva iz osnovnega kapitala, kar pomeni, da je treba zmanjšati osnovni kapital za znesek nepokrite izgube.
- 2 Kadar je vrednost sredstev insolventnega dolžnika, izkazana v računovodskih izkazih, večja od likvidacijske vrednosti sredstev. Kot pravi Plavšak (2014a, str. 32), razliko med računovodsko izkazanimi sredstvi in likvidacijsko vrednostjo sredstev imenujemo stečajna delta. Po ZFPPIPP se v tem primeru postopek zmanjšanja osnovnega kapitala izvede tako, da se osnovni kapital zmanjša za znesek, ki je enak stečajni delti. Višina stečajne delte pa se prenese v kapitalske rezerve.

Če se opredelim do prve točke 199.d člena, v katerem pride do poenostavljenega zmanjšanja OK, je njegovo povečanje hkrati s poenostavljenim zmanjšanjem v primeru nepokrite izgube logično. S finančnega vidika pomeni, da kadar družba ni sposobna pokrivati izgub s svojim poslovanjem in kadar čisti dobički in rezerve ne zadoščajo za pokrivanje nepokrite izgube, je treba v tem primeru nepokrito izgubo kriti s sredstvi iz osnovnega kapitala. Če je izguba večja od celotnega OK, se ta zmanjša na nič (vrednost ne more biti negativna), upniki pa s konverzijo terjatev v lastniški kapital ali denarnimi sredstvi poskrbijo za upoštevanje določil iz ZGD-1 in dokapitalizirajo osnovni kapital družbe vsaj na zakonsko minimalno določen znesek.

Tabela 4 prikazuje poenostavljen postopek zmanjšanja osnovnega kapitala zaradi nepokritih izgub:

Tabela 4: Primer zmanjšanja osnovnega kapitala

Postavka	Znesek v EUR	Skupaj	Zmanjšanje osnovnega kapitala
Vpoklican kapital	1.100.000	1.100.000	0
I. Osnovni kapital	1.000.000	1.000.000	$1.000.000 - 1.000.000 = 0$
II. Kapitalske rezerve	10.000	100.000	Rezerve znašajo 100.000 EUR
III.a Zakonske rezerve	70.000		
III.b Rezerve za lastne deleže			
III.c Statuarne rezerve			
III.d Rezerve iz dobička	20.000		
IV. Presežek iz prevrednotenja			
V. Preneseni čisti poslovni izid (preneseni čisti dobiček/čista izguba)	-1.050.000	-1.100.000	Izgube skupaj znašajo 1.100.000 EUR, za pokrivanje izgub se najprej uporabi rezerve in nato še osnovni kapital v višini 1.000.000 EUR ($1.100.000 - 100.000 = 1.000.000$)
VI. Čisti poslovni izid obdobja (čisti dobiček/čista izguba)	-50.000		
KAPITAL (skupaj)	2.100.000	0	0

Prirejeno po Plavšak (2013).

V primeru iz tabele 4 ima družba v bilanci stanja izkazano vrednost osnovnega kapitala v višini 1.000.000 EUR, skupno vrednost rezerv v višini 100.000 EUR in 1.100.000 EUR čiste izgube. Za pokrivanje čiste izgube se bodo najprej sprostile rezerve. Ker pa rezerve ne zadoščajo za pokrivanje celotne čiste izgube, pomeni, da bo treba preostalo vrednost čiste izgube pokriti z osnovnim kapitalom. Preostanek vrednosti osnovnega kapitala znaša 1.000.000 EUR, ravno toliko, kot je višina OK. Ko se osnovni kapital zniža pod zakonsko določen minimalni znesek, je treba izvesti hkrati povečanje osnovnega kapitala do ravni, ki zadošča minimalni določeni vrednosti. V postopku pride do razvrednotenja deležev starih družbenikov oz. delničarjev in vstopa novih, tistih, ki s konverzijo spremenijo terjatve v kapital ali dokapitalizirajo osnovni kapital z denarnimi sredstvi in s tem zadostijo določilu iz ZGD-1, ko priskrbijo zadosten osnovni kapital.

Druga točka drugega odstavka 199.d člena pa vzbuja več dvomov kot prva, saj pravi, da se hkratno povečanje in zmanjšanje OK izpelje, če je vrednost sredstev v računovodskih izkazih dolžnika višja od ocenjene likvidacijske vrednosti sredstev.

Opozoriti je treba na to, kar sta omenila Simoneti in Jašovič (2013, str. 15), in sicer da imajo upniki interes za povečanje OK sočasno s poenostavljenim zmanjšanjem, kadar lahko s konverzijo dosežejo razvrednotenja delnic oz. lastniških deležev starih imetnikov in si omogočijo nadzor nad družbo, saj bodo tako deleže lažje prodali. Če se torej ohrani ideja o tem, da se postopek zmanjšanja OK izvede z namenom, da pride do razlastitve, potem menim, da je druga točka sporna zaradi uporabe likvidacijske vrednosti. Hkrati pa je pogosto napačno interpretirana, saj kot razlog za razvrednotenje uporablja manjšo likvidacijsko vrednost od vsote vseh obveznosti, člen pa dobesedno govori o razliki med računovodsko in likvidacijsko vrednostjo. Kot je zapisal Cepec (2016b, str. 85), bo sklep, ki ga sprejme upniški odbor, v katerem potrdijo povečanje OK, določil tudi njegovo zmanjšanje. Odbor lahko s sklepom sam odredi zmanjšanje na nič in povzroči razlastitev starih imetnikov.

Na tem mestu se nanašam na Plavšakovo (2014a), ki je v uvodnih pojasnilih novele F zapisala, da se poenostavljeno zmanjšanje opravi, kadar vrednost sredstev ne zadošča poplačilu vsote vseh obveznosti in hkrati navaja, da je v primeru, ko vrednost sredstev ne zadošča poplačilu obveznosti, treba izvesti poenostavljeno zmanjšanje OK in s tem izpeljati dosledno upoštevanje načela in razvrednotiti lastnike, saj vrednost sredstev ne zadošča za poplačilo obveznosti. Pri tem se ohranja misel, da lahko lastniki prejmejo samo toliko, kot bi v primeru stečajnega postopka (Plavšak, 2014a, str. 32).

Podobna razlaga je podana v primeru iz višjega sodišča z opravilno številko VSL sklep Cst 538/2015: »Če je v postopku finančnega prestrukturiranja likvidacijska vrednost sredstev enaka ali manjša od vsote vseh obveznosti, to pomeni, da v primeru stečajnega postopka ne bi bilo ostanka stečajne mase, in zato delničarji v stečajnem postopku ne bi prejeli ničesar. To pa hkrati pomeni, da ob dosledni uveljavitvi načela absolutnih prednosti tudi v postopku prisilne poravnave v takem primeru ne morejo obdržati korporacijskih pravic.«

Na eni strani torej govorimo o postopku, v katerem bodo imetniki kapitala, delnic ali lastniških deležev izgubili svoje imetje, ker ga tudi v stečajnem postopku ne bi mogli ohraniti, saj s prodajo sredstev ne bi poplačali vseh upnikov, na drugi strani pa je omenjeno »kritično« določilo, ki pravi, da se takšen postopek izpelje, kadar je vrednost računovodsko izkazanih sredstev večja od likvidacijske vrednosti. Na tej točki menim, da (i) bodisi zakon ne uporablja doslednega izrazoslovja bodisi (ii) določilo ni popolnoma opredeljeno. V nadaljevanju podajam razlago za takšno mišljenje.

Razlika računovodske vrednosti in likvidacijske vrednosti sredstev še ne pomeni, da vrednost sredstev ni zadostna za pokrivanje obveznosti. Pri tem je treba upoštevati, da kadar se postopek izvede, mora veljati, da je družba insolventna. Z razliko med računovodsko in likvidacijsko vrednostjo tega ne ugotavljamo. V tem delu zakon znatno posega v položaj lastnikov, saj določa, da se takrat, ko je stečajna delta pozitivna, torej kadar obstaja razlika med vrednostma (računovodska vrednost je višja od likvidacijske), postopek izvede tako, da ta razlika določa višino zmanjšanja osnovnega kapitala. Torej kadar bo razlika med vrednostma sredstev manjša od višine osnovnega kapitala, se OK ne bo znižal na nič in tako

ne bo prišlo do razvrednotenja deležev oz. delnic. Kadar pa bo razlika večja od osnovnega kapitala, se bo OK znižal na nič in bo prišlo do razvrednotenja. Druga točka torej določa, da je treba zmanjšati OK za stečajno delto, vendar to še ne pomeni, da ima družba negativni kapital in da bo do razvrednotenja prišlo. Se bodo pa glede na zgoraj navedene razloge upniki odločili za tak postopek, kadar bodo lahko s tem razlastili stare lastnike.

Problem v uporabi te točke vidim v primeru, da se, ko gre za razvrednotenje deležev družbenikov, vse razlage navezujejo na likvidacijsko vrednost in vsoto vseh obveznosti. Kot navaja Plavšakova, se v tej točki navezuje na to, da ob dosledni uveljavitvi NAP v postopku PP družbeniki ne morejo obdržati korporacijskih pravic, kadar je likvidacijska vrednost manjša od vsote vseh obveznosti. Druga točka ne govori o razmerju likvidacijske vrednosti in vsoti vseh obveznosti, ampak o razmerju med likvidacijsko in računovodsko vrednostjo sredstev. Po slovenskih računovodskih standardih (SRS 2016), Ur. l. RS, št. 95/15, 74/16 – popr., 23/17, 57/18 in 81/18), točka 39.22, se pozitivna razlika med sredstvi in obveznostmi do njihovih virov v otvoritveni bilanci izkaže kot obveznost do lastnikov, negativna razlika pa kot izguba med sredstvi otvoritvene bilance.

Za bolj jasno razlago druge točke drugega odstavka 199.d člena je treba opredeliti računovodenje v postopku stečaja oz. prisilne poravnave, kot to določajo SRS, pri katerem se upošteva SRS 39 in Slovenski poslovnofinančni standard 5 – Dajanje mnenja pooblaščenega ocenjevalca vrednosti podjetij v zvezi s 146. členom Zakona o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP) (SPS 5), Ur. l. RS, št. 106/13.

Po SRS 2016 mora insolventni dolžnik, ki bo prijavil postopek prisilne poravnave, na dan pred začetkom postopka sestaviti bilanco stanja in nato na dan postopka opraviti popis vseh sredstev in obveznosti ter sestaviti še otvoritveno bilanco, v kateri se posamezne kategorije sredstev izračunavajo oz. so prikazane po tržni vrednosti ob predpostavki prisilne prodaje. Kadar prihaja do razlik med bilanco stanja pred začetkom postopka in otvoritveno bilanco stanja, mora dolžnik natančno pojasniti pomembnejše razlike. Ocenjena tržna vrednost ob predpostavki prisilne prodaje predstavlja vrednost sredstev, ki je pridobljena po naročilu upravitelja in jo izdela pooblaščen ocenjevalec vrednosti sredstev.

Torej mora po SPS 5 pooblaščen ocenjevalec podati likvidacijsko vrednost sredstev, kot jo opredeljuje 7. točka prvega odstavka 142. člena ZFPPIPP, in sicer z navedbo podlag, na osnovi katerih je bila določena likvidacijska vrednost sredstev dolžnika. V poročilu so prikazane vrednosti premoženja izračunane po knjigovodski vrednosti, tržni vrednosti in vrednosti ob predpostavki prisilne likvidacije. Poročilo vsebuje oceno celotnega premoženja, vključno z morebitnim premoženjem, ki ni izkazano v bilanci stanja (SPS 5, brez datuma).

Torej, če nadaljujem, je od primerjave računovodske in likvidacijske vrednosti s primerjavo likvidacijske vrednosti in vsote celotnih obveznosti, še bolj sporna uporaba razlike med

računovodsko in likvidacijsko vrednostjo, ki se po ZFPPIPP upoštevana kot izguba, ter zmanjša OK in ponovno oslabi položaj družbenikov oz. njihova razlastitev temelji na podlagi likvidacijske vrednosti. Tako torej standard likvidacijske vrednosti predstavlja osnovo za razlastitev lastnikov oz. delničarjev. Čeprav je sam pomen reorganizacije prepoznavanje pozitivne oz. dodane vrednosti prihodnjih denarnih tokov reorganizirane družbe v primerjavi s trenutnim stanjem.

V nadaljevanju bom prikazala, kako pride do razlastitve družbenikov s poenostavljenim zmanjšanjem osnovnega kapitala in razliko med računovodsko in likvidacijsko vrednostjo.

Tabela 5: Primer zmanjšanja osnovnega kapitala za prikaz učinka stečajne delte

Postavka	Znesek v EUR	Skupaj	Zmanjšanje osnovnega kapitala
Vpoklican kapital	1.100.000	1.100.000	600.000
I.Osnovni kapital	1.000.000	1.000.000	$1.000.000 - 400.000 = 600.000$
II. Kapitalske rezerve	10.000	100.000	Rezerve znašajo 100.000 EUR
III.a Zakonske rezerve	70.000		
III.b Rezerve za lastne deleže			
III.c Statuarne rezerve			
III.d Rezerve iz dobička	20.000		
IV. Presežek iz prevrednotenja			
V. Preneseni čisti poslovni izid (preneseni čisti dobiček/čista izguba)	-450.000	-500.000	Izgube skupaj znašajo 500.000 EUR. Za pokrivanje izgub se najprej uporabi rezerve in nato še osnovni kapital v višini 400.000 EUR ($500.000 - 100.000$) = 400.000
VI. Čisti poslovni izid obdobja (čisti dobiček/čista izguba)	-50.000		
KAPITAL (skupaj)	600.000	600.000	600.000

Prirejeno po Plavšak (2013).

Kot prikazuje tabela 5, ima družba v bilanci stanja izkazanih 1.000.000 EUR osnovnega kapitala. Ker rezerve ne zadoščajo za pokrivanje izgub, je treba zmanjšati OK za vrednost nepokritih izgub, ki znašajo 500.000 EUR. Vrednost osnovnega kapitala po zmanjšanju za izgube znaša 600.000 EUR.

Menim, da je treba prikazati tudi aktivno stran bilance stanja, s katero je prikazana razlika med likvidacijsko in računovodsko vrednostjo. Prikazala bom tri možnosti, in sicer da sta:

1. Računovodska in likvidacijska vrednost enaki.
2. Računovodska vrednost je večja od likvidacijske.
3. Računovodska vrednost je manjša od likvidacijske vrednosti.

Tabela 6: Primerjava računovodske in likvidacijske vrednosti (v EUR)

SREDSTVA	Računovodska vrednost	Primer 1	Primer 2	Primer 3
		Likvidacijska vrednost 1	Likvidacijska vrednost 2	Likvidacijska vrednost 3
DOLGOROČNA SREDSTVA	2.030.000	2.030.000	1.485.000	2.200.000
NEOPREDMETENA SREDSTVA	150.000	150.000	200.000	100.000
OPREDMETENA OSNOVNA SREDSTVA	1.880.000	1.880.000	1.285.000	2.100.000
Zemljišča	630.000	630.000	300.000	650.000
Zgradbe	1.000.000	1.000.000	800.000	1.200.000
Proizvajalne naprave in stroji	200.000	200.000	150.000	200.000
Druge naprave in oprema	50.000	50.000	35.000	50.000
NALOŽBENE NEPREMIČNINE	0	0	0	0
DOLGOROČNE FINANČNE NALOŽBE	0	0	0	0
DOLGOROČNE POSLOVNE TERJATVE	0	0	0	0
ODLOŽENE TERJATVE ZA DAVEK	0	0	0	0
KRATKOROČNA SREDSTVA	340.000	340.000	255.000	340.000
ZALOGE	200.000	200.000	150.000	200.000
KRATKOROČNE POSLOVNE TERJATVE	40.000	40.000	15.000	40.000
KRATKOROČNE FINANČNE NALOŽBE	50.000	50.000	40.000	50.000
DENAR	50.000	50.000	50.000	50.000
AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	0	0	0	0
Skupaj vrednost sredstev	2.370.000	2.370.000	1.740.000	2.540.000
Stečajna delta	/	0	630.000	-170.000

Vir: Lastno delo.

V prvem primeru je likvidacijska vrednost enaka računovodski in tako drugi odstavek 199.d. člena nima vpliva, saj stečajna delta znaša nič. Na pasivni strani bilance stanje iz tabele 5, tako ni potrebe po dodatnem upoštevanju izgube in zmanjšanju OK, ki jo sicer določa druga točka tretjega odstavka 199.d člena.

V drugem primeru je računovodska vrednost večja od likvidacijske in v takšni situaciji po mojem mnenju pride do spornega upoštevanja likvidacijske vrednosti in upoštevanja dodatne izgube ter posledično do dodatnega zmanjšanja osnovnega kapitala. Stečajna delta znaša v poenostavljenem drugem primeru iz tabele 6, 630.000 EUR. Kar pomeni, da bi se na pasivni strani bilance stanja iz tabele 5 izgube povečale za dodatnih 630.000 EUR, kar bi OK zmanjšalo na 0. Če bi razlika znašala v višini med 0 EUR in 575.000 EUR, do razlastitve družbenikov ne bi prišlo, saj se osnovni kapital ne bi zmanjšal pod zakonsko minimalno določeno vrednost (za delniško družbo 25.000 EUR). Povečanje in konverzija prav tako ne bi bila potrebna. Če je razlika vrednosti večja od 575.000 EUR oz. nad 600.000 EUR, v družbi pride do negativnega osnovnega kapitala, kar pomeni, da bi bili družbeniki razvrednoteni na podlagi likvidacijske vrednosti oz. razlike med računovodsko izkazano in likvidacijsko vrednostjo, kot bi se zgodilo v drugem primeru.

Tretji primer prikazuje likvidacijsko vrednost nad računovodsko vrednostjo, znesek v višini te razlike se tako prenese v kapitalske rezerve. Če kljub pozitivni razliki med vrednostma

zaradi prve točke drugega člena pride do zmanjšanja OK in posledičnega razvrednotenja, pozitiven učinek razlike vrednosti prejmejo novi lastniki.

Kot izhaja iz opisanega, je posledica zmanjšanja osnovnega kapitala na nič razveljavitev dotedanjih delnic ali lastniških deležev, na katere je razdeljen OK družbe in konverzija terjatev upnikov v kapital dolžnika z namenom povečanja osnovnega kapitala (Jadek, 2014, str. 38).

Enako kot Plavšakova (2014a) 199.d člen interpretira tudi Jadek (2014), ki pravi, da kadar je likvidacijska vrednost podjetja nižja od vseh terjatev in kadar se hkrati ohranita obe predpostavki iz ZGD-1 in iz ZFPPIPP o zmanjšanju in hkratnem povečanju OK, ob dosledni uporabi načela absolutnih prednosti pride do prenehanja korporacijskih pravic dosedanjih družbenikov oz. lastnikov. Družbeniki tudi kadar je vrednost obveznosti večja od ocenjene likvidacijske vrednosti sredstev v stečajnem postopku ne bi bili deležni nobene vrednosti razdelitvene stečajne mase, kar Plavšakova uporabi kot razlago, da ob dosledni uveljavitvi NAP tudi v postopku PP ne morejo obdržati svojih korporacijskih pravic. Enaka razlaga je podana tudi v dokumentu Ministrstva za pravosodje (2013). Tisti, ki sodelujejo v postopku povečanja OK z vplačilom novih delnic ali vložki v obliki terjatev ali denarja, postanejo novi delničarji oz. družbeniki v reorganizirani družbi (Povzeto po Jadek, 2014, str. 38; Plavšak, 2014a).

Kot pravi Simoneti (2014a, str. 10), razlastitev družbenikov v postopku PP ni avtomatična, vendar do nje pride na podlagi ocene vrednosti kapitala. Kadar je treba izvesti zmanjšanje OK, po postopku pa njegova vrednost znaša nič, so družbeniki razlastninjeni. Celoten postopek torej temelji na oceni likvidacijske vrednosti, ki je osnova, iz katere izhaja poplačevanje upnikov po vrstnem redu v skladu z NAP in določa, kakšno poplačilo bodo prejeli upniki različnih vrst terjatev in koliko bodo lahko prejeli družbeniki, če bo vrednost sploh dovolj visoka in bodo lahko deležni kakršnegakoli poplačila.

Razlastitev družbenikov v prisilni poravnavi izhaja iz določila, da se postopek PP izpelje samo, kadar imajo upniki boljše pogoje, kot bi jih imeli v stečajnem postopku. Kadar je vsota vseh obveznosti dolžnika večja od likvidacijske vrednosti, pomeni, da v stečajnem postopku ne bi bilo ostanka stečajne mase, ki bi ga lahko prejeli družbeniki, zato ga ob predpostavki upoštevanja NAP tudi v postopku prisilne poravnave ne smejo. V takih primerih je treba izvesti poenostavljeno zmanjšanje OK in povečanje hkrati (Povzeto po Plavšak, 2014b).

Iz tukaj izhaja vprašanje likvidacijske vrednosti in ustavne razlastitve družbenikov. Kot pravi Cepec (2016b, str. 89), reorganizacija omogoči, da je dolžnik v reorganiziranem stanju sposoben ustvarjati pozitivne denarne tokove, kar pomeni, da so deleži oz. delnice vredne več kot nič in da postopek ni upravičen ter gre za neustavno razlastitev. Prav tako opozarja na dejstvo, da pred stečajnim postopkom obstaja možnost dogovora med upniki in dolžnikom, ki bi pomenil uspešno reorganizacijo družbe, vrednost pa bi bila tako večja od nič in tako tudi deleži družbenikov ne bi smeli biti razlašeni. Na drugi strani sicer

Plavšakova zagovarja, da postopek razlastitve ni sporen, saj pravi, če ima družba v bilanci stanja izkazano izgubo, ki je višja, kot znaša osnovni kapital, se najprej izvede postopek zmanjšanja osnovnega kapitala. Če je izguba višja od kapitala, bo po knjigovodski vrednosti OK vreden nič (oz. bo negativen), nato pa sklepa, da bo enaka tudi ekonomska vrednost družbe. Posledično družbeniki izgubijo pravice, saj pravi, da bi vse pravice izgubili tudi v primeru, če upniki ne bi potrdili načrta finančnega prestrukturiranja, kar bi pomenilo, da bo šla družba v stečaj – družbeniki bi tudi v tem primeru izgubili vse upravljske in premoženske pravice (Cepec, 2016b, 88–89). Takšen primer še ni prišel na ustavno sodišče, zato je težko trditi, kako bi sodišče odločilo.

Iz opisanega izhaja, da je položaj družbenikov v prisilni poravnavi oslavljen zaradi zmanjšanja OK oz. kadar je vrednost kapitala negativna ali manjša od zakonsko minimalno določenega zneska. Travis Fairchild je leta 2018 v svoji raziskavi analiziral ameriška podjetja z negativnim kapitalom in prikazal, da se večina izmed njih ohrani na trgu leta po tem, ko so poslovala z negativnim kapitalom, nekatera izmed njih so kasneje glede na ceno delnice celo presegla ostala podjetja na trgu. Po njegovem mnenju splošno sprejeta računovodska načela (angl. GAAP) slabo odražajo vrednost lastniškega kapitala, saj nedavni trendi prikazujejo nagnjenost k podcenjevanju vrednosti sredstev glede na njihovo tržno vrednost, s tem pa se posledično poveča število podjetij z negativnim kapitalom. Navaja tri najpogostejše razloge za to: i) podcenjena neopredmetena sredstva, kot so blagovne znamke, človeški kapital, oglaševanje, raziskave in razvoj, ii) podcenjena dolgoročna sredstva, ker se sredstva pogosto amortizirajo hitreje, kot je njihova dejanska življenjska doba in iii) lastni odkupi delnic (angl. buybacks) ter dividend. Kadar odkupi in dividende presegajo neto dobiček, ustvarjajo zmanjšanje lastniškega kapitala (Fairchild, 2018, str. 4).

Iz tega torej izhaja, da negativni kapital ne more biti razlog za razvrednotenje delnic oz. lastniških deležev v družbi, kadar je v postopku prisilne poravnave, saj vrednost delnice v primeru, da ima negativni kapital, še ne pomeni, da je nujno enaka nič.

Pomembno je poznati razliko med osnovnim kapitalom in premoženjem družbe. Premoženje je izkazano na aktivni strani bilance stanja, medtem ko kapital predstavlja vire financiranja in zagotavljanja premoženjskih pravic na pasivni strani bilance stanja. Vrednosti premoženja in osnovnega kapitala bosta enaki samo ob ustanovitvi družbe, nato bo prišlo do razlik, saj med premoženje poleg sredstev spadajo tudi premoženske pravice, ki imajo objektivno določljivo vrednost (Povzeto po Žagar, 2019).

Menim sicer, da zakonodaja, ki se je uveljavila, ni bila napisana z namenom, da se poveča možnost razlastitev družbenikov. Do tega je prišlo posledično z določilom, da lahko družbeniki prejmejo le toliko kot v stečajnem postopku in ob povečani moči upnikov. Simoneti (2014b, str. 10) je zapisal: »končni rezultat je, da lahko aktivni upniki vedno dosežejo, da je v potrjeni PP položaj lastnikov enak kot bi bil v stečaju, hkrati pa mora biti poplačilo upnikov boljše, kot bi bilo v stečaju ob upoštevanju vrstnega reda poplačila.« Cepec (2016b, str. 89) pa kot ključno napako izpostavlja računovodsko enakost finančne

reorganizacije in stečaja ter da Zakon bistveno ne ločuje med obema postopkoma. Strinjam se z njegovim mnenjem, da bi zakonodajalec moral ločiti ugotavljanje insolventnosti po statičnem in dinamičnem vrednotenju. Kadar je v stečaju vrednost sredstev dovolj velika za poplačilo vseh upnikov, tudi družbeniki lahko sodelujejo pri razdelitvi. NAP je zgolj zaščita za upnike, ki zagotavlja prednost pri razdelitvi premoženja. V tem primeru torej tudi v prisilni poravnavi ne gre za razlastitev, kajti v primeru, da je vrednost podjetja dovolj velika, lahko pri razdelitvi sodelujejo tudi družbeniki. Iz tega menim, da NAP ni tisti, ki razlasti družbenike, temveč vrednost družbe oz. zmanjšanje vrednosti družbe oz. podjetja. Pri tem položaj slabša predvsem podlaga vrednosti, določena v zakonu, ki je likvidacijska vrednost, pri tem pa se še upošteva razlika med računovodsko in likvidacijsko vrednostjo kot izguba, kar je sporno, če ne celo napačno. Tu se ponovno postavlja vprašanje, ki je pomembno z vidika vrednotenja, saj z uporabo likvidacijske vrednosti ocenimo stanje v danem trenutku in ne vrednosti delujoče družbe, ki je po vrednosti po navadi višja, kadar se presodi, da je poplačilo upnikov v postopku prisilne poravnave bolj ugodno in da je podjetje sposobno generirati pozitivne denarne tokove po uspešnem prestrukturiranju. S tega vidika se prikrajša družbenike, ki se jih kljub sodelovanju v reorganizaciji odstrani iz družbe (Cepec, 2016b).

Novela F je prinesla spremembo tudi v 143. členu, in sicer je izključila drugi odstavek, ki je omejeval rok poplačila terjatev upnikov na 4 leta. Zato bi bila po noveli zanimiva odločitev sodišča glede položaja družbenika oz. dolžnika v primeru, če bi bil ta insolventen, hkrati pa bi izpolnjeval vse pogoje, ki jih določa 199. člen, ki bi po zakonodaji določevali potrebo po poenostavljenem zmanjšanju in povečanju OK ter bi imel negativni kapital. Vse predpostavke bi napeljevale na postopke, opisane v zgornji točki. Vendar bi dolžnik upnikom v postopku PP zagotovil 100-% poplačilo terjatev, vključujoč vse obresti ob pogoju, da lastniška struktura ostane nespremenjena, ročnost terjatev pa bi se podaljšala za 5 ali 10 let. V takšnem primeru bi izzval dve nasprotni situaciji. Prvič, glede na računovodske izkaze, bi moral upnikom ponuditi konverzijo, s katero bi lahko prišli v lastniško strukturo družbe, hkrati pa bi moralo biti izvedeno zmanjšanje in povečanje OK, in tako bi prišlo do njegove razlastitve in vstopa novih družbenikov. Na drugi strani pa dolžnik upnikom obljublja 100-% povrnitev terjatev. Iz tega izhaja, da tudi ob upoštevanju načela absolutnih prednosti lahko ohrani delež v družbi, saj bodo vsi višje razvrščeni upniki v celoti poplačani. Po mojem mnenju bi sodišče lahko potrdilo prisilno poravnavo v takšni obliki, če bi upniki takšen načrt potrdili. Ob prijavi prisilne poravnave bi moral dolžnik podati NFP s podrobnimi projekcijami, s katerimi bi prikazal izvedljiv plan. Upniki pa bi imeli pravico ob vsakršni nedoslednosti sledenju projekciji oz. odklonom od NFP zahtevati stečaj, s čimer bi bila zagotovljena varnost upnikov.

5.4.2 Konverzija terjatev v deleže

Glavni pogoj za upnike, ki ga je ob konverziji terjatev treba upoštevati, je NAP. Dejanska vrednost, ki so jo upniki prejeli s konverzijo, ni jasna, dokler ne pride do prodaje deleža, do takrat vrednost poplačila temelji na oceni (Simoneti 2014c, str. 16). V nadaljevanju

povzemam Globočnika (2016). Kadar govorimo o zmanjšanju osnovnega kapitala in hkratnem povečanju s stvarnimi vložki, ki jih predstavljajo terjatve upnikov, govorimo o konverziji terjatev v deleže. Konverzija spada med realne oblike povečanja OK in predstavlja ukrep prestrukturiranja, saj terjatve, ki jih »vplačajo« upniki, predstavljajo novonastale deleže v družbi. Vpeljava NAP je vplivala na spremembo 144. člena ZFPPIPP, v katerem je bil dodan osmi odstavek, ki določa pogoje in predloge, da mora dolžnik v primeru, da je predlagatelj postopka, obvezno ponuditi upnikom alternativno ponudbo, ki predstavlja konverzijo terjatev v deleže. Alternativni predlog mora biti podan, če veljajo enaki pogoji kot za zmanjšanje in hkratno povečanje OK, torej če čisti dobiček in rezerve ne zadoščajo za pokritje celotne nepokrite izgube, če računovodska vrednost presega likvidacijsko oz. kadar ima družba negativni kapital. Postopek konverzije vpliva na spremembo strukture financiranja, torej na pasivno stran bilance stanja. V postopku se spremenijo dolžnikove obveznosti, te se zmanjšajo, osnovni kapital pa se poveča. Na aktivno stran bilance stanja konverzija ne vpliva, je pa aktivna stran pomembna, saj njeno vrednost predstavlja ocenjena likvidacijska vrednost, na podlagi katere je določeno vzdržno razmerje dolga in kapitala v novonastalem podjetju. Posledica zmanjšanja OK je vidna z izključitvijo starih družbenikov (ali manjšo udeležbo na kapitalu). Postopek konverzije je pomemben za zagotovitev solventnosti, saj nelikvidnosti družbe ni mogoče rešiti samo s podaljševanjem ročnosti posojil, saj so tudi banke na drugi strani zavezane k svojim dolgovom in upnikom, zato lahko ponudijo podaljšanje ročnosti samo tolikšno, kot je zdržno za njihovo delovanje. Konverzija tako omogoča enostaven način povečanja likvidnosti in solventnosti podjetja (Povzeto po Globočnik, 2016, str. 14–15).

Glede na strukturo slovenskih podjetij, ki jih je analiziral Cepec (2016b) v slovenskih postopkih prisilne poravnave, v večini primerov pride do predloga konverzije dolga v kapital, torej gre skoraj za neizogiben element, ki ga predvideva že sam postopek glasovanja o potrditvi prisilne poravnave. Potreba po konverziji izhaja iz dejstva, da je prezadolženost zrcalna slika premajhnega obsega lastniškega kapitala, problem prezadolženosti pa je možno rešiti le s konverzijo.

Cepec je v empirični analizi ugotovil, da je imela v obdobju od oktobra 2008 do aprila 2013, večina družb (več kot 82,6 %) v postopku prisilne poravnave negativni kapital, kar pomeni, da bi bila transformacija dolga v kapital lahko izpeljana v večini primerov in da bi družbeniki v vseh teh postopkih morali ostati brez vsakršnega deleža v podjetju, če bi bilo načelo absolutnih prednosti dosledno implementirano (Cepec, 2016b, str. 116 in 148).

Transformacijo dolžniškega kapitala v lastniški kapital mora dolžnik pod enakimi pogoji ponuditi vsem imetnikom terjatev, ki so v razmerju do dolžnika v enakem položaju (imajo terjatve iz istega razreda). Konverzijo lahko ponudi tudi zavarovanim in podrejenim upnikom. Po načelu absolutnih prednosti in enakega obravnavanja upnikov lahko dolžnik v lastniškem kapitalu ponudi zavarovanim upnikom večji delež kot navadnim oz. podrejenim (Povzeto po Cepec, 2016b, str. 83).

Postopek transformacije po navadi prevzame glavni upnik, to je tisti, ki je prvotno in v najvišji meri financiral družbo. Ta lahko konverzijo izvede sam ali pa terjatev proda in to izvede kupec terjatve (Jerman, 2018). Pri srednjih in velikih družbah po navadi glavnega upnika predstavlja banka, za katero konverzija ni optimalna rešitev, je pa edina možnost, ki na relativno ugoden in hiter način insolventnemu dolžniku omogoči vzdržno strukturo financiranja, upnikom pa ponudi priložnost, da pridobijo povrnjene terjatve v večji meri kot v stečajnem postopku. Problem konverzije je torej v tem, da v družbo vstopijo »novi« lastniki, ki nimajo niti želje niti potrebnih resursov, da bi lahko učinkovito upravljali in sodelovali tako v finančni kot poslovni reorganizaciji. Banke ali ostali upniki vstopijo v družbo z namenom izstopa in iskanjem novega lastnika. Večina družb oz. podjetij v Sloveniji ne kotira na borzi ali pa nima likvidne kotacije, kar je dodaten izziv, zato si upniki prizadevajo za pridobitev kontrolnega deleža, ki ga je lažje prodati od manjšinskega (Povzeto po Simoneti & Jašovič, 2013, str. 14–15).

Kot je zapisal Globočnik (2016, str. 12), glavni upnik konverzijo izkoristi za različne namene in si glede na svoj položaj (v lasti ima terjatve, ki predstavljajo večinski/velik del celotne vrednosti družbe) pridobi nadzor nad prestrukturirano družbo. Konverzija terjatev torej omogoča enostavno priložnost za prevzem družbe. Kot pravi Simoneti (2014b, str. 15), so upniki zainteresirani za konverzijo terjatev do te mere, če jim ta omogoča razlastitev starih lastnikov in prevzema družbe. Hkrati pa zakon določa, da je treba ob zmanjšanju OK hkrati povečati samo do te mere, da zadošča minimalnemu znesku iz ZGD-1. Kar pomeni, da lahko glavni upnik do podjetja s pravnoorganizacijsko obliko d.o.o. pride za samo 7.500 EUR, do delniške družbe pa za 25.000 EUR. Kot pravijo Ilić, Jan in Bratina (2013), takšno povečanje ne doseže učinka potrebne dokapitalizacije, ki je potrebna za uspešno prestrukturiranje družbe, ki ima več milijonov visoko izgubo, namen je lahko zgolj odstraniti družbenike in prevzeti podjetje (Povzeto po Cepec, 2016b, str. 85; Ilić, Jan & Bratina, 2013, str. 26).

5.5 Ponazoritev postopka razdelitve premoženja v prisilni poravnavi

Delovna skupina za finančno prestrukturiranje in insolvenčno zakonodajo (2013) je prikazala postopek razdelitve premoženja v prisilni poravnavi, iz katerega je razvidno, da premoženje, namenjeno razdelitvi upnikom, predstavlja ocenjena likvidacijska vrednost dolžnika. Razdelitev vrednosti premoženja je v postopku PP možna samo v obliki terjatev do denarnih tokov, za katere se predvideva, da jih bo generiralo premoženje, ki je predmet reorganizacije v prihodnje, in ne v obliki denarnih sredstev. Ne glede na obliko vrednosti se mora upnike v postopku poplačevati v skladu z NAP. Najprej so poplačani zavarovani upniki, nato prednostni, sledijo navadne terjatve upnikov in na koncu še družbeniki. Smiselno moramo upoštevati 359. člen ZFPPIPP, ki določa pojem absolutnosti v načelu.

Slika 3 prikazuje poenostavljen in najbolj verjeten scenarij v obdobju od slabšanja finančnega položaja do finančne razdelitve:

Slika 3: Najbolj verjeten scenarij spreminjanja BS v insolvenčni družbi

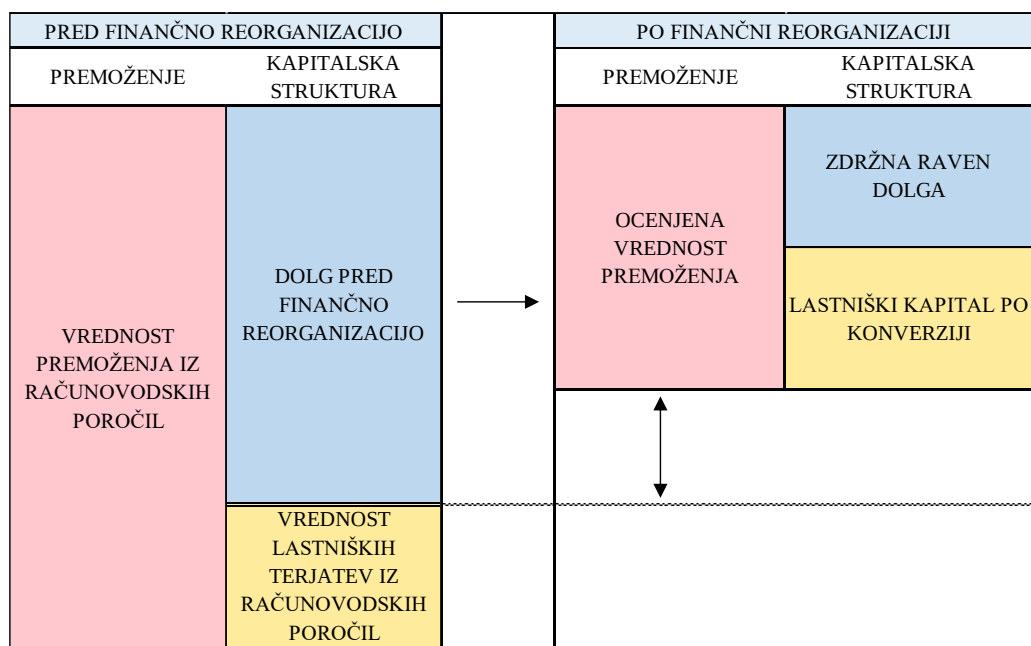


Vir: Združenje Manager (2013a).

Slika 3 prikazuje spreminjanje vrednosti družbe skozi različne faze cikla. Na strani virov sredstev se ob nastopu nelikvidnosti vrednost dolgov večja, lastniškim terjatvam pa vrednost pada. Delež dolga oz. upniških terjatev glede na sredstva narašča. Ko vrednost dolga preseže vrednosti sredstev, praviloma nastopni nelikvidnost oz. insolventnost, iz česar sledi, da dolžnik ne bo spodoben poravnati vseh obveznosti, ki jih ima do upnikov v celoti, zato tudi lastniške terjatve izgubljajo vrednost oz. se razvrednotijo. Sredstva oz. vrednost, ki se v družbi ohrani, se med upnike razdeli po NAP (Povzeto po Združenje Manager, 2013a).

Kot prikazuje slika 4, ima družba pred finančno reorganizacijo v računovodskih izkazih zavedeno računovodsko vrednost sredstev oz. premoženja. Kapitalska struktura v veliki meri kaže na prezadolženost družbe, saj je delež dolga mnogo večji glede na vrednost lastniškega kapitala. Ko nastopi nelikvidnost, se upniki in vsi ostali deležniki soočajo z negotovostjo glede vrednosti družbe. Za nadaljevanje postopka ima velik pomen moratorij, ki zagotavlja dovolj časa za pripravo izvedbe ocene vrednosti in ostalih potrebnih analiz. V tem delu pride do ugotavljanja razlike med računovodsko zavedeno vrednostjo in ocenjeno likvidacijsko vrednostjo. Da je prestrukturiranje lahko učinkovito, je treba določiti vzdržno raven dolga, ki mora biti takšna, da ga bo družba sposobna odplačevati tudi v prihodnje. Vzdržna raven dolga se določi glede na ocenjeno vrednost premoženja, saj je cilj prestrukturiranja povrnitev vzdržne kapitalske strukture (Povzeto po Združenje Manager, 2013a).

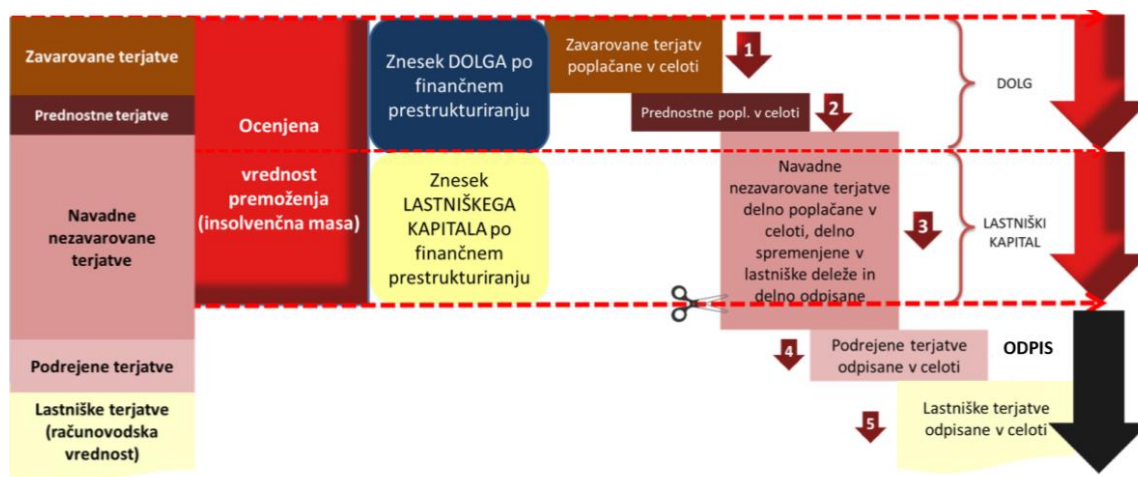
Slika 4: Ocenjena vrednost premoženja in zdržna raven dolga



Prirejeno po Združenje Manager (2013b).

Finančni dolg je sestavljen iz zavarovanih, prednostnih, navadnih in podrejenih terjatev. Od strukture in velikosti dolga je odvisno, koliko terjatev bo ostalo v reorganizirani družbi v obliki dolga (določitev vzdržne ravni dolga), kolikšen del bo konvertiran v lastniški kapital in v kakšni meri bo prišlo do odpisa terjatev. Ko je vzdržna raven določena, je treba novo kapitalsko strukturo razdeliti med upnike v skladu z NAP. V primeru iz slike 5, (1) so zavarovane terjatve v obliki dolga poplačane v celoti, če je predvidena vzdržna raven dolga večja ali enaka od zavarovanih terjatev. Kadar vrednost dolga ne zadostuje za celotno poplačilo zavarovanih terjatev, se terjatve poplačajo v tolikšni meri, za kolikor zadostuje, preostali del pa se spremeni v navadno terjatev. (2) Sledijo prednostne terjatve, ki so v tem primeru prav tako poplačane v celoti. (3) Nato so na vrsti navadne terjatve, del navadnih terjatev je ostal nespremenjen, večina se je spremenila v lastniški kapital, drugi del pa je bil odpisan. Terjatve, ki pridejo na vrsto prepozno, da bi sodelovale pri razdelitvi dolga, se morajo pretvoriti v lastniški kapital, da se družbi zagotovita likvidnost in kapitalska ustreznost. (4) Za navadnimi terjatvami sledijo podrejene in (5) lastniške terjatve, oba razreda terjatev se v tem primeru v celoti odpišeta.

Slika 5: Razdelitev ocenjene vrednosti premoženja med upnike v skladu z NAP



Vir: Združenje Manager (2013b)

Slika 5 prikazuje primer, v katerem so se zavarovane in prednostne terjatve poplačale v celoti, večinski del navadnih terjatev se spremeni v lastniški kapital, preostanek terjatev, to so podrejene terjatve, pa so odpisane. Ker ni bilo dovolj sredstev za celotno poplačilo navadnih terjatev, pomeni, da bodo odpisane tudi podrejene terjatve, lastniški deleži družbenikov bodo razvrednoteni in za njih ne bo preostalo nič. Odpisane so terjatve, ki ne pridejo na vrsto za kumulativno razdelitev vrednosti premoženja (Povzeto po Združenje Manager, 2013b).

V prikazanem postopku se torej lastniške terjatve v celoti odpišejo, saj ocenjena vrednost premoženja ne zadošča niti za poplačilo vseh upnikov. Učinek reorganizacije na dolgove pa je naslednji:

- Tisti del terjatev, ki ima prednost pri poplačilu in je po vrednosti enak ocenjeni vrednosti zdržne ravni dolga, ostane v družbi pod enakimi pogoji kot pred finančno reorganizacijo.
- Vrednost lastniškega kapitala (ocenjena vrednost sredstev – zdržna raven dolga) je kapital, ki se je oblikoval s konverzijo terjatev v kapital.
- Preostanek dolga pa predstavljajo odpisane terjatve. Prav tako se odpišejo in razvrednotijo deleži tedanjih lastnikov (upniških terjatev), saj premoženje ne zadošča niti za poplačilo celotnih dolgov.

Opozoriti je treba še na scenarij, v katerem je vrednost zavarovanih terjatev večja od vrednosti ocenjenega premoženja. V tem primeru se del zavarovanih terjatev ustrezno spremeni v navadne terjatve ali pa pride do odpisa. V postopku po navadi pride do razdolžitve starih družbenikov, saj imajo skoraj vsa podjetja oz. družbe, ki prijavijo postopek prisilne poravnave, negativen kapital, zaradi česar pride do zmanjšanja osnovnega kapitala in ponovnega povečanja s strani upnikov.

5.6 Uporaba in kritika likvidacijske vrednosti v postopku finančnega prestrukturiranja

O likvidacijski vrednosti sem se tekom naloge nekoliko že opredelila, predvsem v točki 5.4.1., saj je uporaba likvidacijske vrednosti z vidika nekaterih slovenskih pravnikov in ekonomistov problematična in sporna. V postopku prisilne poravnave je likvidacijska vrednost vpeljana s sedmo točko prvega odstavka 142. člena ZFPPIPP in se uporablja kot temeljna vrednost, na kateri temelji razdelitev terjatev do prihodnjih denarnih tokov. V tem členu je določeno, da mora poročilo o finančnem položaju in poslovanju dolžnika vsebovati oceno vrednosti po MSOV ob predpostavki prisilne prodaje v stečajnem postopku, to je likvidacijska vrednost. Na podlagi te vrednosti se določijo tudi deleži, dodeljeni družbenikom po tem, ko so v celoti poplačani vsi ostali imetniki posameznih vrst terjatev (Plavšak, 2014b).

Po MSOV je likvidacijska vrednost znesek, ki se ga doseže s prodajo sredstev v enem ali več kosih, v to vrednost pa so všeti tudi stroški za pripravo sredstev v stanje, primerno za prodajo, in stroški odprodaje. Vrednost se določi na dveh premisah, in sicer kot a) redni posel z običajnim obdobjem trženja ali b) prisilni posel s skrajšanim obdobjem trženja.

Uporaba likvidacijske vrednosti je v primeru likvidacije povsem razumljiva, medtem ko se z njeno uporabo v postopku prisilne poravnave strinjam s Cepcem (2016b, str. 148), ki pravi, da je uporaba sporna in nepravilna do družbenikov ter hkrati v nasprotju z ekonomsko logiko. S trditvijo soglašajo tudi Ilić, Jan in Bratina (2013), ki ugotavljajo, da je vrednost gospodarske družbe lahko pozitivna tudi, kadar ima negativni kapital, in da vrednost delnic insolventne družbe ni nujno enaka nič.

Skeptičnost o uporabi likvidacijske vrednosti pa izhaja iz tega, da že ob samem nastopu insolventnosti pri izbiri insolvenčnega postopka odločitev temelji na presoji ekonomske učinkovitosti in primerjavi vrednosti med likvidacijsko vrednostjo in vrednostjo delujočega podjetja oz. družbe (angl. going concern). Kadar se oceni, da je družba ekonomsko učinkovita in je likvidacijska vrednost manjša od vrednosti podjetja, izračunana na podlagi diskontiranih denarnih tokov, se bo odločilo za postopek prisilne poravnave ali še pred tem za izvensodno prestrukturiranje oz. preventivno prestrukturiranje. Izbira postopka bo odvisna od števila upnikov in strukture financiranja. V nasprotnem primeru, kadar bo likvidacijska vrednost presegala vrednost denarnih tokov na določen datum, bo za upnike boljše poplačilo predstavljal stečajni postopek (White, 1989). V praksi se v zadnjih letih bolj uporablja postopek izvensodnega prestrukturiranja, ki se izkaže za bolj učinkovitega. Uspešnost je seveda odvisna od posameznega primera, števila upnikov in strukture financiranja. Iz tega izhaja tudi, da se bodo upniki poplačevali na podlagi prihodnjih denarnih tokov in ne iz prodaje v likvidaciji. Kadar se bo podjetje odločilo za reorganizacijo, pomeni, da njegova vrednost kot delujoče podjetje ohranja večjo vrednost od likvidacijske in zato ne bo likvidirano, torej v takšnem primeru uporaba likvidacijske vrednosti nikakor ni ekonomsko učinkovita in pravična. Cepec (2016b, str. 149) pravi, da je domneva o enaki

vrsti poplačila v obeh postopkih temeljna napaka in da se lahko za merilo pri določevanju deležev v postopku prisilne poravnave uporabljajo le pričakovani prihodnji donosi.

Uporaba likvidacijske vrednosti je torej sporna, ker v razdelitveni shemi »prezre« pozitivno vrednost družbe, ki jo sicer generirajo prihodnji denarni tokovi po reorganizaciji in na sporen način posega v lastništvo družbenikov. Kadar se je podjetje odločilo za prisilno poravnavo, bo veljalo, da je likvidacijska vrednost manjša od vrednosti delujočega podjetja, torej to ne more predstavljati temelja, na katerem bo prišlo do razdelitve in potencialne razveljavitve korporacijskih pravic (Povzeto po Šulek, 2016, str. 37).

Pri uporabi likvidacijske vrednosti se pozablja na to, kaj je namen prisilne poravnave, da se ustvari dodana vrednost, ki nastane s prestrukturiranjem in predstavlja razliko med vrednostjo dolžnikovega premoženja »danes« in vrednostjo prihodnjih denarnih tokov, ki izhajajo iz pričakovanja, da bo imelo delujoče podjetje višjo vrednost od likvidacijske. Ta dodana vrednost deluje kot spodbuda za upnike k potrditvi NFP in povečan interes za prisilno poravnavo, ki jim potencialno lahko prinese boljše poplačilo terjatev. Prav tako bi ta dodana vrednost upnikom omogočila večjo verjetnost do deleža v družbi oz. podjetju in s tem ohranitev ekonomske vrednosti svojih korporacijskih pravic (Povzeto po De Weijs, Jonkers & Malakotipour, 2019a). Madaus in Wessels (2017) sta zapisala, da višek vrednosti delujoče družbe (angl. going concern vrednost) ni namenjen upnikom, ampak bi moral ostati za družbenike, saj pravita, da je »pravno lastništvo družbe še vedno v lasti družbenikov oz. delničarjev«.

Jadek (2014) prisilno poravnavo opiše kot »virtualni stečaj« in se sklicuje na 41. člen ZFPPIPP, iz katerega je razvidno, da je prisilna poravnava v osnovi računovodska operacija, ki je po pravnih principih vsebinsko izvedena po principu stečaja. Da se kot merilo pri upoštevanju NAP postopek finančne reorganizacije predpostavlja računovodsko enaki stečaju, Cepec (2016b, str. 89) navaja kot ključno napako, uporaba likvidacijske vrednosti pa je posledica takšnega predpostavljjanja. Iz tega izhaja, da zakon napačno domneva, da se bodo upniki tudi v prisilni poravnavi poplačali iz premoženja družbe – likvidacijske vrednosti, saj poplačilo upnikov temelji na bodočih donosih. Osnove, na kateri je zgrajena razdelitvena shema, ne more predstavljati likvidacijska vrednost, ker družba ne gre v stečaj, ampak v reorganizacijo (Cepec, 2016b, str. 148). Reorganizacija ni likvidacija in zahteva drugačna pravila z vidika uporabe načela absolutnih prednosti in uporabe likvidacijske vrednosti (Lubben, 2016). Akademska literatura iz obdobja po letu 1978 kaže težnjo po prekomernem osredotočanju na načelo absolutnih prednosti na eni statični točki v času (na datum potrditve NFP oz. postopka). Takšna obravnava je po eni strani sicer razumljiva, saj se na ta način izogne zahtevnemu vprašanju vrednotenja in negotovosti, o kateri sem pisala v točki 2.3. Kot pravi Lubben (2016, str. 602), je treba pri ugotavljanju vrednosti ločiti med statičnim in dinamičnim ugotavljanjem insolventnosti, v postopku PP družba ostaja dinamičen organizem z nenehno spreminjajočimi se vrednostmi sredstev in dolgov. Ker se upniki v primeru reorganizacije ne poplačujejo na podlagi vrednosti sredstev v določenem trenutku, temveč iz bodočih denarnih tokov, se strinjam s Cepcem (2016b), ki pravi, da je

uporaba likvidacijske vrednosti napačna in da bi bila vrednost, ugotovljena na podlagi prihodnjih denarnih tokov, primernejša. Hkrati pa opozarja, da bi bilo treba razlikovati tudi med knjigovodsko in ekonomsko vrednostjo kapitala. Razlikujeta se v tem, da je knjigovodska vrednost kapitala razlika med knjigovodsko izkazanimi obveznostmi in sredstvi, ekonomska vrednost kapitala pa predstavlja vrednost, ki jo dobimo z razliko neto prihodnjih (bodočih) denarnih tokov iz sredstev in neto denarnih tokov iz obveznosti. Vrednosti sta med seboj lahko različni. Četudi je knjigovodska negativna, še ne pomeni, da je negativna tudi ekonomska vrednost kapitala (Povzeto po Cepec 2016b, str. 89–90).

Ker je vrednost odvisna od prihodnjega delovanja in domnev, je treba biti zelo pozoren na pravično obravnavo vseh upnikov, predvsem nezavarovanih, in navsezadnje tudi družbenike. Guthmann (1945, str. 753) opozarja, da napak, ki popolnoma izključijo razred družbenikov ni mogoče popraviti, medtem ko je mogoče napake »velikodušnosti« odpraviti z različnimi določili, ki so vključeni v skrbno izdelan načrt reorganizacije (Guthmann, 1945). Takšna obravnava družbenikov, kot jo zahteva sedanja zakonodaja, to ni. Zato menim, da v takšni obliki, kot je načelo absolutnih prednosti trenutno implementirano, prinaša določene ekonomske neučinkovitosti. Cepec (2016b, str. 149) predlaga uvedbo opcij za prihodnji nakup, ki bi jih družbeniki lahko uporabili, če bi se izkazalo, da so bodoči donosi vendarle večji kot likvidacijska vrednost.

Glede na opisano torej menim, da likvidacijska vrednost ni najprimernejša podlaga vrednosti, na kateri temelji razdelitev terjatev v reorganizaciji. Likvidacijska vrednost predstavlja osnovo na katero se navezuje načelo absolutnih prednosti. Eden izmed glavnih problemov uporabe NAP v postopku prisilne poravnave je torej določba, da se mora upoštevati likvidacijska vrednost kot temeljna razdelitvena vrednost, čeprav so se že s samo uveljavitvijo NAP zmanjšale spodbude za poslovodstvo in lastnike, predvsem v mikro in majhnih podjetjih, da bi čimprej prijavili stanje insolventnosti in postopek prisilne poravnave ter razkrili vse potrebne informacije o stanju podjetja in tako povečali možnosti za uspešno reorganizacijo. Hkrati pa zakon določa, da se za to upošteva nižja vrednost, kot jo prikazuje going concern.

6 ZAKLJUČEK IN ODGOVORI NA RAZISKOVALNA VPRAŠANJA

Nalogo sem zasnovala na podlagi štirih temeljnih vprašanj, ki se nanašajo na načelo absolutnih prednosti in tekom raziskovanja poskušala nanje odgovoriti.

1. Kaj je načelo absolutnih prednosti, kakšen pomen ima v posameznih insolvenčnih postopkih, kakšne so prednosti in slabosti njegove implementacije?

Načelo absolutnih prednosti se uporablja v insolvenčnih postopkih kot določilo, ki opredeljuje poplačilni vrstni red terjatev. Zaradi implementacije načela se terjatve razvrščajo v razrede po merilu prednostnega poplačilnega upravičenja. Glavni namen je zaščita upnikov

in njihovih terjatev ter zasledovanje ciljev pravične razdelitve premoženja družbe ob nastanku insolventnosti med vse deležnike v skladu s predinsolvenčnimi upravičenji. Po NAP je treba najprej poplačati zavarovane terjatve, te se poplačajo iz posebne stečajne mase, nato pa se iz splošne stečajne mase poplača še nezavarovane terjatve, prednostno se poplača prednostni razred terjatev, sledijo navade in na koncu še podrejene terjatve. Če preostane še kaj vrednosti, se ta sorazmerno razdeli med lastnike kapitala. Načelo je pomembno z vidika vprašanja, kdo nosi posledice finančnega neuspeha, obenem pa jasno določa, da je treba poplačati dolg pred kapitalom. S tem se prepreči, da bi družbeniki oz. lastniki družb namerno sprejemali odločitve in oblikovali družbe z izjemno nizko likvidacijsko vrednostjo, ki bi jim omogočala, da z reorganizacijo pridobivajo boljši položaj na račun upnikov. Preprečuje nemoralno obnašanje deležnikov in posebna dogovarjanja v procesu reorganizacije in s tem omogoča varstvo nižje razvrščenim upnikom. Hkrati pomembno vpliva na trg posojil in nižanje stroškov financiranja podjetij. Opisan pomen in vloge načela predstavljajo tudi njegove prednosti.

Slabosti načela pa se odražajo v njegovi togosti in nefleksibilnosti. Kritike se razlikujejo glede na pravno ureditev in glede na insolvenčni postopek. Je pa za dosledno implementacijo načela v postopku nujno potrebna ocena vrednosti podjetja oz. družbe. Problematičnost se izkaže v postopku prisilne poravnave, saj ocena temelji na predvidevanju in vzbuja negotovost med upniki, zaradi katere prihaja do odstopov od načela, ki imajo tako pozitivne in negativne lastnosti. Načelo sicer preprečuje nemoralno obnašanje posloводства glede dogovorov in zaščite upnikov, vendar ima negativen vpliv na investicijsko dejavnost posloводства, ki deluje v interesu lastnikov. Načelo je deležno največ kritik na račun izključitve družbenikov v majhnih in srednjih podjetjih, kjer ena oseba predstavlja tako lastništvo kot posloводство, z njegovo odstranitvijo pa se manjša vrednost podjetja, saj se izključi glavni element, ki predstavlja vrednosti podjetja, hkrati pa ukine spodbudo, da bi posloводство prijavilo težave z insolventnostjo pravočasno, saj se zavedajo, da po NAP ne morejo ohraniti položaja v reorganiziranem podjetju oz. družbi in izgubijo deleže.

2. Kako je načelo absolutnih prednosti vpeljeno v postopek prisilne poravnave v Sloveniji?

Novela F je načelo absolutnih prednosti v postopek prisilne poravnave vpeljala v več členih ZFPPIPP. Bistvene spremembe se izražajo v 136. členu ZFPPIPP, iz katerega je razvidno, da lahko družbeniki prejmejo enak delež, kot bi ga prejeli v postopku stečaja. Če upoštevamo, da je v stečajnem postopku uporaba načela absolutnih prednosti dosledno implementirana, iz tega izhaja, da se lastnikom družb onemogoča, da bi obdržali svoj delež v lastniškem kapitalu reorganizirane družbe, kadar upniki niso v celoti poplačani. Takšna ureditev je v skladu z logiko NAP. Vrstni red, kot ga določa načelo absolutnih prednosti, je opredeljen v 359. členu, ob tem členu je treba zraven upoštevati, da se pred navadnimi terjatvami poplačajo zavarovane terjatve in da se kot splošno razdelitveno maso upošteva ocenjeno pošteno vrednost premoženja (likvidacijsko vrednost). Drugi odstavek tega člena

določa absolutnost načela, ki pravi, da se naslednji razred po vrstnem redu lahko poplača samo, če je višje razvrščen v celoti dobil povrnjena sredstva.

Način glasovanja v dveh razredih (zavarovani in nezavarovani razred terjatev) je prav tako eden od pogojev, ki je potreben za implementacijo o potrditvi prisilne poravnave, čeprav menim, da glasovanje v takšni obliki zadošča za dosledno implementacijo NAP, nekateri opozarjajo, da glasovanje v dveh razredih kljub vsemu ni dovolj natančno in omogoča, da nižji razred preglasuje višjega znotraj razreda nezavarovanih terjatev, kar pa ni v skladu z načelom absolutnih prednosti.

Bistvena implementacija načela se izraža v 199. členu, v katerem je opisan postopek poenostavljenega zmanjšanja osnovnega kapitala in povečanje s strani upnikov, s katerim je omogočena razlastitev starih družbenikov, kar je bistveno za dosledno uporabo načela. Stari družbeniki so lahko razlašeni samo na podlagi poenostavljenega zmanjšanja osnovnega kapitala na nič. Kot pravi Cepec (2016b), je bilo s tem prvič sprejeto in uvedeno načelo, ki lastnikom podjetij oz. družb onemogoča, da bi obdržali svoj delež v lastniškem kapitalu reorganizirane družbe.

3. Ali je ekonomsko učinkovito, da delničarji oziroma družbeniki dolžnika v postopku finančne reorganizacije zaradi načela absolutnih prednosti nimajo pravice obdržati deleža v podjetju oz. družbi? Kako to vpliva na težnjo k izboljšanju pravočasne prijave postopka prisilne poravnave in s tem boljšemu poplačilu upnikov kot bi bil v primeru stečajnega postopka.

Ob doslednem upoštevanju načela absolutnih prednosti po navadi stari družbeniki izgubijo deleže v reorganizirani družbi. Izguba deležev je posledica postopka poenostavljenega zmanjšanja osnovnega kapitala in povečanja s strani upnikov in določitev, da mora dolжник upnikom ponuditi konverzijo terjatev v lastniški kapital v dveh pogojih: kadar izkazuje nepokrito čisto izgubo in kadar je računovodsko izkazana vrednost sredstev višja od likvidacijske. Glede na to, da se bo družba za postopek reorganizacije odločila, kadar ne bo sposobna pokrivati svojih obveznosti, je zmanjšanje osnovnega kapitala na nič in ponudba konverzije skoraj neizogiben pojav. V podjetjih oz. družbah, kjer lastništvo ni povezano z vsakodnevnim upravljanjem poslov, razlastitev starih družbenikov ne predstavlja bistvene spremembe na učinkovitost poslovanja po reorganizaciji. Pomemben vpliv izključitev predstavlja v majhnih in srednjih podjetjih, kjer je lastništvo neposredno povezano z upravljanjem in kjer so lastniki glavni nosilci znanja, potrebnega za uspešno upravljanje in izvajanje nalog. Z razlastitvijo starih družbenikov lahko sicer ekonomsko učinkovita družba postane neučinkovita, saj se skupaj z družbeniki iz nje izrine tudi znanje in poznanstva, ki so ključnega pomena v določeni dejavnosti. Nekateri pravni redi, na primer ameriški postopek reorganizacije, to pomanjkljivost prepoznavajo in starim družbenikom omogočajo vključitev v reorganizirano družbo z uporabo Doktrine nove vrednosti oz. dovoljujejo pogajanje med upniki, pri katerih je načrt finančnega prestrukturiranja lahko potrjen tudi v primeru, da ni v skladu z NAP, če ga upniki kljub temu podprejo, ker prepoznajo pozitivne

učinke vključitve starih družbenikov. Iz raziskav, ki so jih izvajali številni pravni in ekonomski strokovnjaki, izhaja, da bo v večini primerov, kjer je odstop in vključitev starih družbenikov dovoljena, do tega prišlo, kar pomeni, da upniki prepoznavajo pozitiven učinek na njihovo vključitev. Glede na opisano menim, da je zavaljo zaščite upnikov, predvsem nižje razvrščenih, pomembno, da družbeniki ne morejo ohraniti deležev in da obstaja možnost njihove izključitve, vendar menim, da morajo biti dovoljena odstopanja od te določitve, kadar vsi upniki s tem soglašajo in s tem povečajo ekonomsko učinkovitost celotnega podjetja oz. družbe in s tem boljše poplačilo vseh deležnikov.

4. Ali je uporaba likvidacijske vrednosti pri presoji deležev (vrednosti), ki bi jih prejeli upniki in sedanji delničarji dolžnika v postopku prisilne poravnave najprimernejša?

Uporabo likvidacijske vrednosti v postopek prisilne poravnave vpeljuje 7. točka prvega odstavka 142. člena ZFPPIPP. Iz omenjenega člena izhaja, da mora biti v poročilu o finančnem položaju in poslovanju dolžnika ocena vrednosti po Mednarodnih standardih ocenjevanja vrednosti (MSOV) ob predpostavki prisilne prodaje v stečajnem postopku, kar je likvidacijska vrednost, ki se uporablja kot temeljna vrednost, na kateri temelji razdelitev terjatev do prihodnjih denarnih tokov. Na uporabo likvidacijske vrednosti se največ kritik nanaša na to, da prezira pozitivno vrednost podjetja oz. družbe, ki jo generirajo prihodnji denarni tokovi po reorganizaciji. To pomeni, da se zaradi uporabe napačne podlage vrednosti na sporen način posega v lastništvo družbenikov. Menim, da likvidacijska vrednost s tega vidika ni najprimernejša. Uporaba te podlage vrednosti temelji na predpostavki, da je po 41. členu ZFPPIPP prisilna poravnava računovodsko enaka stečaju, le da se razdelitev premoženja vidi samo na papirju. Takšno predpostavljjanje, kot je tudi že opozoril Cepec (2016b), je napačno. Postopek prisilne poravnave, ki se vodi z namenom reorganizacije podjetja, se izpelje, kadar se prepozna, da je vrednost delujočega podjetja večja od trenutne vrednosti sredstev. Podjetje bo torej generiralo denarne tokove tudi v prihodnje, zato bi morala biti vrednost razdeljena glede na ocenjeno vrednost prihodnjih denarnih tokov, za razdelitev pa bi morala uporabljati vrednost delujočega podjetja (angl. going concern). Likvidacija/stečaj je statičen postopek, medtem ko je reorganizacija dinamičen. S tem ko postopek prisilne poravnave družbenike postavi v enak položaj kot v primeru stečaja, se izgubijo vse spodbude, da bi dolžnik pravočasno prijavil prisilno poravnavo, ki bi upnikom omogočila boljše poplačilo. To prikazuje tudi zmanjšanje števila prijavljenih prisilnih poravnav med letoma 2013 in 2018.

SKLEP

Načelo absolutnih prednosti ima pomembno vlogo v insolvenčnih postopkih. Razvilo se je za zagotavljanje zaščite upnikov in njihovih terjatev, njegov namen pa je, da zasleduje cilje pravične razdelitve premoženja družbe ob nastanku insolventnosti med vse deležnike. Poleg zaščite upnikov ima vpliv tudi na trg najemanja posojil. Implementacija načela ima pozitivne in negativne učinke na obnašanje deležnikov.

V Sloveniji se je bistvena sprememba na področju insolvenčne zakonodaje zgodila z uvedbo novele F, ki je načelo absolutne prednosti vpeljala v postopek prisilne poravnave. Načelo je dokončno spremenilo slovensko insolvenčno zakonodajo iz družbeniku v upniku prijazno. Lastnikom družb oz. družbenikom je bilo v postopku reorganizacije onemogočeno obdržati svoj delež, v primeru, da vsi upniki niso v celoti poplačani. Menim sicer, da je uvedba načela smiselna, saj omogoča zaščito slabše zavarovanih upnikov, vendar je pri implementaciji ključno prepoznavati razlike med različnimi insolvenčnimi postopki in načelo prilagoditi glede na značilnosti postopka.

V stečajnem postopku je NAP strogo implementirano in operacionalizirano in nima vpliva na vrednost družbe po končanju postopka, saj le-ta preneha delovati. Kritike in pomanjkljivosti so bolj izrazite v postopku reorganizacije, ker družba po koncu postopka ne preneha z delovanjem in ostane delujoč podjetje. Upniki v postopku reorganizacije niso poplačani z denarnimi sredstvi v danem trenutku, vendar s prihodnjimi denarnimi tokovi reorganizirane družbe. Zato menim, da je potrebno pri implementaciji načela absolutnih prednost upoštevati zapletenost postopka in načelo prilagoditi oz. dopuščati odstop, v primeru, da se prepozna višja vrednost celotne reorganizirane družbe, kot je to praksa v ameriškem pravnem sistemu. Družbeniki se ob takšni ureditvi zakona zavedajo, da bodo ob prijavi prisilne poravnave izgubili svoje deleže, s tem pa se izgubijo vse spodbude za čim hitreje prijavo insolventnosti in zmanjšanje možnosti za uspešno reorganizacijo.

Poleg strogosti in nefleksibilnosti načela se strinjam z avtorji kot sta Lubben in Cepec, ki pravita, da je potrebno ločiti med dinamični in statičnimi postopki. S tem, ko zakon kot podlago za razdeljevanje vrednosti določa likvidacijsko vrednost in reorganizacijo predpostavlja računovodsko enako stečaj, načelo temelji na napačnih predpostavah, posledično pa se manjša učinkovitost postopkov.

V magistrski nalogi sem opisala značilnosti načela absolutnih prednost, ter izpostavila ključne pomanjkljivosti implementacije načela v slovenski zakonodaji oz. v postopku prisilne poravnave. Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju je bil od leta 2007, ko je bil sprejet, že večkrat noveliran. V prihodnosti menim, da bo potrebna ponovna sprememba oz. prilagoditev vsaj z vidika pomanjkljivosti do katerih sem se opredelila v nalogi.

LITERATURA IN VIRI

1. Agencija Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve. (brez datuma). *Objave v postopkih zaradi insolventnosti*. Pridobljeno 5. aprila 2019 iz https://www.ajpes.si/Uradne_objave/eObjave_v_postopkih_zaradi_insolventnosti/Poročila
2. Aghion, P., Hart, O. & Moore, J. (1992). The Economics of Bankruptcy Reform. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 8(3), 523–546.

3. Aghion, P., Hart, O. & Moore, J. (1994). Improving Bankruptcy Procedure. *Washington University Law Quarterly*, 72(3), 811–827.
4. Alley, F. (2011, 28. november). *United States Bankruptcy Court For The District Of Oregon* [Memorandum]. Oregon: U.S. Bankruptcy Court. Pridobljeno 10. maja 2019 iz <https://www.orb.uscourts.gov/sites/orb/files/documents/opinions/10-67281-fra11b.pdf>
5. Baird, D. G. & Bernstein, D. S. (2006). Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain. *The Yale Law Journal*, 115(8), 1930–1970.
6. Baird, D. G. & Rasmussen, R. K. (2001). Control Rights, Priority Rights, and the Conceptual Foundations of Corporate Reorganizations. *Virginia Law Review*, 87, 921–959.
7. Baird, D. G. (2017). Priority matters: absolute priority, relative priority, and the costs of bankruptcy. *University of Pennsylvania Law Review*, 165(4), 785–829.
8. Baird, D. G. (2019, 3. maj). Absolute priority rule vs. Relative priority rule [LinkedIn]. Pridobljeno 10. maj 2019 iz <https://www.linkedin.com/feed/update/urn:li:ugcPost:6514292438666964992>
9. Bebchuk, L. A. (2001). The ex ante cost of violating absolute priority rule (Working paper No. w3883). Pridobljeno 10. maja 2019 iz https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=277298
10. Beranek, W., Boehmer, R. & Smith, B. (1996). Much Ado about Nothing: Absolute Priority Deviations in Chapter 11. *Financial Management*, 25(3), 102–109.
11. Bergman, Y. & Callen, J. (1995). Rational Deviations from Absolute Priority Rules. *International Review of Financial Analysis*, 4(1), 1–18.
12. Betker, B. L. (1995). Management's Incentives, Equity's Bargaining Power, and Deviations from Absolute Priority in Chapter 11 Bankruptcies. *The Journal of Business*, 68(2), 161–183.
13. Blum, W. J. & Kaplan, S. A. (1974). The Absolute Priority Doctrine in Corporate Reorganizations. *University of Chicago Law Review*, 41(4), 651–684.
14. Bonbright, J. C. & Bergeman M. M. (1928). Two Rival Theories of Priority Rights of Security Holders in a Corporate Reorganization. *Columbia Law Review*, 28(2), 127–165.
15. Carapeto, M. (2005). Emerging patterns in deviations from absolute priority rules in bankruptcy. *Journal of Restructuring Finance*, 2(2), 101–109.
16. Casey J. A. (2011). The Creditors' Bargain and Option-Preservation Priority in Chapter 11. *The University of Chicago Law Review*, 78(3), 759–807.
17. Cepec, J. (2015). Alternative klasičnim insolvenčnim postopkom po vzoru sodobne pravno-ekonomske teorije. *Lexonomica*, 7(2), 111–138.
18. Cepec, J. (2016a). *Anatomija korporacijskega insolvenčnega prava: Primerjalno-pravna in pravnoekonomska analiza temeljev korporacijskega insolvenčnega prava*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
19. Cepec, J. (2016b). *Ogledalo slovenskega insolvenčnega prava, Pravno-empirična analiza učinkovitosti insolvenčnih postopkov nad gospodarskimi družbami v Sloveniji*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

20. Daigle, K. & Maloney, M. T. (1994). Residual claims in bankruptcy: An agency theory explanation. *The Journal of Law & Economics*, 37(1), 157-192.
21. De Weijs, Jonkers, A. L. & Malakotipour, M. (2019a, 10. april). A reply to professor Madaus »The new European Relative Priority from the Preventive Restructuring Directive – The end of European Insolvency Law?« [Corporate Finance Lab]. Pridobljeno 10. maja iz https://corporatefinancelab.org/2019/03/15/a-reply-to-professor-madaus-the-new-european-relative-priority-from-the-preventive-restructuring-directive-the-end-of-european-insolvency-law/#_ftn1
22. De Weijs, R. J., Jonkers A. L. & Malakotipour, M. (2019b). *The Imminent Distortion of European Insolvency Law: How the European Union Erodes the Basic Fabric of Private Law by Allowing »Relative Priority« (RPR)* (Working paper). Pridobljeno 10. maja iz https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3350375
23. Eberhart, A. C., Moore, W. T. & Roenfeldt, R. L. (1990). Security pricing and deviations from the absolute priority rule in bankruptcy proceedings. *Journal of Finance*, 45(5), 1457-1469.
24. Eberhart, A. C. & Sanbet, L. W. (1992). Absolute priority rule violations and risk incentives for financially distressed firms. *Financial Management*, 22(3), 101-116.
25. Eberhart, A. C. & Weiss, L. A. (1998). The Importance of Deviations from the Absolute Priority Rule in Chapter 11 Bankruptcy Proceedings. *Financial Management*, 27(4), 106–110.
26. Fairchild, T. (2018, april). Negative Equity, Veiled Value, and the Erosion of Price-to-Book. Pridobljeno 25. maja 2019 iz https://www.osam.com/pdfs/research/44_Negative_Equity_Veiled_Value_and_the_Erosion_of_Price-to-Book-April-30-2018.pdf
27. Fama, E. F. & Miller, M. H. (1972). *The theory of finance*. New York: Holt, Rinehart and Winston.
28. Frierman, M., & Viswanath, P. V. (1994). Agency Problems of Debt, Convertible Securities, and Deviations from Absolute Priority in Bankruptcy. *The Journal of Law & Economics*, 37(2), 455-476.
29. Gertner, R. & Scharfstein, D. (1991). A theory of workouts and the effects of reorganization law. *Journal of Finance*, 46, 1189-1222.
30. Gilson, S. (1995). Investing in Distressed Situations: A Market Survey. *Financial Analysts Journal*, 51(6), 8-27.
31. Gilson, S. C., Hotchkiss, E. S. & Ruback, R. S. (1998). Valuation of Bankrupt Firms. *Review of Financial Studies*, 13(1), 1–37.
32. Globočnik, J. (2016). *Konverzija terjatev v slovenski in nemški insolvenčni zakonodaji* (magistrsko delo). Ljubljana: Pravna fakulteta.
33. Grohsgal, B. (2017). How Absolute Is the Absolute Priority Rule in Bankruptcy? The Case for Structured Dismissals. *William & Mary Business Law Review*, 8(3), 439–487.
34. Guthmann, H. (1945). Absolute Priority in Reorganization: Some Defects in a Supreme Court Doctrine. *Columbia Law Review*, 45(5), 739–754.

35. Hart, O. (2006). Different approaches to bankruptcy. Pridobljeno 20. aprila 2019 iz <https://www.cesifo-group.de/DocDL/dicereport106-forum1.pdf>
36. Healy, M. (2015). *Dividing the insolvent's pie – can the US show the Europeans the fairest way? : A comparative assessment of the need for an Absolute Priority Rule in European Insolvency Law*. Amsterdam: Faculty of Law.
37. Huebner, S. M. & Schaible, S. D. (2009). Valuation in Chapter 11: Overview and Tools for Consensual Resolution. *The international Comparative legal Guide to: Corporate Recovery & Insolvency 2009*, 5-10. London: Global Legal Group Ltd. Pridobljeno 10. aprila 2019 iz https://www.davispolk.com/files/files/Publication/6771a85a-00c8-4d69-b1fb-1b5263b2edec/Preview/PublicationAttachment/3aca3008-f6c0-4c9d-addd-1e5183e0b01a/INS09_Chapter-2_Davis-Polk--Wardwell.pdf
38. Ilić, U., Jan, M. & Bratina, M. (2013). Delničarji vs. upniki. *Pravna praksa*, 13(6), 22–28.
39. Insol International. (2017). *Statement of principles for a global approach to multi-creditor workouts ii* (2. izd.). London: Insol International. Pridobljeno 10. maja 2019 iz https://www.insol.org/_files/Publications/StatementOfPrinciples/Statement%20of%20Principles%20II%2018%20April%202017%20BML.pdf
40. Jackson, T. H. (1986). *The Logic and Limits of bankruptcy law*. Washington D.C.: Beardbooks.
41. Jadek, S. (2014). Novosti stečajne zakonodaje. *Odbetnik*, 2(65), 35–41.
42. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
43. Jensen, M. C. (1991). Corporate control and the politics of finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4(2), 13–34.
44. Jerman, S. (2018, 15. maj). Računovodski vidik konverzije terjatev v kapital dolžnika. *Tax Fin Lex glasnik*, št. 16. Pridobljeno 10. maja 2019 https://www.tax-finlex.si/Publikacije/TflGlasnik/fc8739b0-ef24-470f-8179-2a65f5ceaa3e?utm_campaign=tflglasnik&utm_medium=email&utm_source=adremaglasnik&utm_content=20180515_Clanki#clanki
45. Kaučič, T. (2016). *Posledica uvedbe prisilne poravnave v izbranem podjetju* (magistrsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
46. Kenda, A., Šimac, J., Lipnik, K., & Toplak, S. (2013, 2. november). Brez razdolžitve nam ni rešitve. *Finance*. Pridobljeno 25. aprila 2019 iz <https://www.finance.si/8350484>
47. Longstaff, F. (1990). Pricing options with extendible maturities: Analysis and applications, *Journal of Finance*, 45, 935-958.
48. LoPucki, L. M. & Whitford, W. (1990). Bargaining over equity's share in the bankruptcy reorganization of large, publicly held companies. *University of Pennsylvania Law Review* 139(1), 125–196.
49. Lubben, S. J. (2016). The overstated absolute priority rule. *Fortham Journal of corporate & financial law*, 21(4), 581–606.
50. McCormack, G. (2008). *Corporate Rescue Law – An Anglo-American Perspective.*, UK, Northampton: Edward Elgar Cheltenham.

51. Ministrstvo za pravosodje. (2013, 1. maj). *Sistemska razdolžitev – Nova možnost za slovensko gospodarstvo*. Pridobljeno 25. aprila 2019 iz http://www.mp.gov.si/fileadmin/mp.gov.si/pageuploads/mp.gov.si/PDF/PDF/131030_ZFPPIPP-F_priloga.pdf
52. Odbor za Mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti. (2017). *Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti 2017*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
53. Onakoya, A. B. & Olotu, A. E. (2017). Bankruptcy and Insolvency: An Exploration of Relevant Theories. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(3), 706–712.
54. Plavšak, N. (2013). *Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP) z novelo ZFPPIPP – E, Uvodna pojasnila dr. Nina Plavšak*. Ljubljana: GV Založba.
55. Plavšak, N. (2014a). *Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP) z novelo ZFPPIPP – F, Uvodna pojasnila dr. Nina Plavšak*. Ljubljana: GV Založba.
56. Plavšak, N. (2014b). Vpliv novih pravil o postopku prisilne poravnave na podlagi novele ZFPPIPP-F na vpise v sodni register. *Pravosodni bilten*, 35(2), 75.
57. Plavšak, N. (2018a). *Vpliv začetka postopka zaradi insolventnosti na kapitalska posojila družbenikov*. Pridobljeno 10. maja 2019 iz https://www.planetgv.si/application/files/1315/0892/8266/Plavsak_kapitalsko_posojilo_.pdf
58. Plavšak, N. (2018b). *Zastavna pravica: Zbirka sodobno stvarno pravo*. Ljubljana: Planet GV d.o.o.
59. Rasmussen, R. K. & Baird, D. G. (2003). *Chapter 11 at Twilight*. John M. Olin Program in Law and Economics (Working Paper No. 201). Pridobljeno 5. maja 2019 iz https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1098&context=law_and_economics
60. Ratner, I., Stein, G. & Weitnauer, J. C. (2009). *Business valuation and bankruptcy*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
61. Risius, J. & Ultz, J. (2017, 1.maj). Stout. *Valuation The Cornerstone of the Bankruptcy Process*. Pridobljeno 8. maja 2019 iz <https://www.stout.com/es-es/insights/article/sj17-valuation-the-cornerstone-of-the-bankruptcy-process>
62. Rusch, L. J. (1992), The New Value Exception to the Absolute Priority Rule in Chapter 11 Reorganizations: What Should the Rule Be? *Pepperdine Law Review*, 19(4), 1311–1336.
63. Schwartz, A. (1994). The Absolute Priority Rule and the Firm's Investment Policy. *Washington University Law Review*, 72(3), 1213–1229.
64. Scott, J. (1977). Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure. *The journal of finance*, 32(1), 1–19.
65. Simoneti, M. & Jašovič, B. (2013), Prestrukturiranje podjetij s strani bank upnic: kako skupaj iz blokade?. *Bančni vestnik*, 62(7–8), 9–17.

66. Simoneti, M. (2014a). Izvensodno prestrukturiranje terjatev in nova insolvenčna zakonodaja – Vidik finančnih upnikov. *7. dnevi insolvenčnega prava* (str. 9 – 19). Ljubljana: Planet GV.
67. Simoneti, M. (2014b). Prestrukturiranje dolžnikov po spremembi insolvenčne zakonodaje. *Bančni vestnik*, 63 (1–2), 13–17.
68. Simoneti, M. (2014c). »Dobro« razdolževanje podjetij v Sloveniji po začetku sanacije bank. Pridobljeno 25. aprila 2019 iz <https://beta3.finance.si/files/2014-11-13/PD-2014-objava-Simoneti.pdf>
69. Simonič, A. (2014). Pravna logika insolvenčnih postopkov kot podrejena ekonomski logiki. *7. dnevi insolvenčnega prava* (str. 43 – 47). Ljubljana: Planet GV.
70. Šulek, P. (2016). *Kritika zakonske ureditve finančnega prestrukturiranja – študija primera* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
71. Toplak, S. (2014, 3. april). Divji zahod pri prisilkah se uresničuje. *Finance*. Pridobljeno 25. marec 2019 iz <http://www.vzmd.si/zakonodaja/problematika-v-medijih/divji-zahod-pri-prisilkah-se-uresnicuje>
72. Weiss, L. A., (1990). Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 285–314.
73. Wessels, B. & Madaus, S. (2017, 6. september). Instrument of the European Law Institute – Rescue of Business in Insolvency Law (Working paper). Pridobljeno 10. maja 2019 iz <https://ssrn.com/abstract=3032309>
74. White, M. J. (1989). The Corporate Bankruptcy Decision. *The Journal of Economic Perspectives*, 3(2), 129–151.
75. White, M. J. (2005, avgust). Economic analysis of corporate and personal bankruptcy law (Working paper No. 11536). Pridobljeno 25. maja 2019 iz <https://www.nber.org/papers/w11536>
76. White, M. J. (2007). Bankruptcy law. A. M. Polinsky & S. Shavell (ur.), *Handbook of Law and Economics* (str. 1016–1068). Amsterdam: Elsevier B. V.
77. White, R. B. (brez datuma). *The New Value Exception to the Absolute Priority Rule Is Alive and Well after 203 North LaSalle*. Pridobljeno 4. maja 2019 iz <https://www.frostbrowntodd.com/resources-the-new-value-exception-to-the-absolute-priority-rule-is-alive-and-well-after-203-north-lasalle.html>
78. Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP). (2007). *Uradni list RS*, št. 13/14 – uradno prečiščeno besedilo, 10/15 – popr., 27/16, 31/16 – odl. US, 38/16 – odl. US, 63/16 – ZD-C in 54/18 – odl. US. Pridobljeno 14. maja 2019 iz <http://pisrs.si/Pis.web/pregledPredpisa?id=ZAKO4735>
79. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1). (2006). *Uradni list RS*, št. 65/09 – uradno prečiščeno besedilo, 33/11, 91/11, 32/12, 57/12, 44/13 – odl. US, 82/13, 55/15, 15/17 in 22/19 – ZPosS. Pridobljeno 14. maja 2019 iz <http://www.pisrs.si/Pis.web/pregledPredpisa?id=ZAKO4291>
80. Združenje bank Slovenije. (2014). Slovenska načela finančnega prestrukturiranja dolgov v gospodarstvu. Pridobljeno 5. maja 2019 iz <https://www.zbs-giz.si/zdruzenje-bank.asp?StructureId=884>.

81. Združenje bank Slovenije. (brez datuma). Smernice za prestrukturiranje mikro, majhnih in srednjih podjetij. Pridobljeno 5. maja 2019 iz <https://www.zbs-giz.si/zdruzenje-bank.asp?StructureId=884>.
82. Združenje Manager. (2013a). *Spoštovanje pravila absolutne prednosti pri finančnem prestrukturiranju* (interno gradivo). Ljubljana: Združenje manager.
83. Združenje Manager. (2013b) *Pojasnilo ob sprejemanju novele ZFPPIPP-F-2. Priloga sporočilu za javnost, 25. november 2013*. Pridobljeno 25. aprila 2019 iz <https://www.zdruzenje-manager.si/assets/porocila-za-javnost/2013/Pojasnilo-ob-sprejemanju-novele-ZFPPIPP-F-2-25.11.2013.pdf>
84. Združenje Manager. (2013c). *Novela ZFPPIPP-F-2 še vedno dopušča kršenje načela absolutne prednosti*. Pridobljeno 25. aprila 2019 iz <https://www.zdruzenje-manager.si/assets/porocila-za-javnost/2013/Novela-ZFPPIPP-F-2-se-vedno-dopusca-krsenje-nacela-absolutne-prednosti-25.11.2013.pdf>
85. Žagar, A. (2019, 28. januar). Razpolaganje z osnovnim kapitalom družbe. *Mladi podjetnik*. Pridobljeno 10. maja 2019 iz <https://mladipodjetnik.si/novice-in-dogodki/novice/razpolaganje-z-osnovnim-kapitalom-druzbe>