

Alternative klasičnim insolvenčnim postopkom po vzoru sodobne pravno - ekonomske teorije

JAKA CEPEC

Povzetek Avtor v prispevku predstavlja različne teorije o alternativnih insolvenčnih postopkih, ki bi teoretično lahko nadomestili ali vsaj dopolnili trenutni sistem korporacijskega insolvenčnega prava, ki pozna predvsem stečajni postopek in postopek finančne reorganizacije. Avtor v uvodnem poglavju izpostavi, da odločitev o tem, ali naj se nad družbo uvede stečaj ali finančna reorganizacija, temelji na odgovoru na vprašanje, ali je podjetje dolžnika ekonomsko učinkovito ali ne. V skladu s splošno sprejeto ekonomsko teorijo naj se namreč finančno reorganizirajo zgolj ekonomsko učinkovita podjetja. Ugotavljanje ekonomske (ne)učinkovitosti se v praksi izkaže za zapleteno, relativno nezanesljivo in pogosto zelo drago. Hkrati v teoriji ni jasno, kdo naj prevzame breme odločitve o tem vprašanju in kakšen naj bo postopek tega odločanja. Posledično so številni teoretiki nezadovoljni s trenutnim sistemom insolvenčnega prava in predlagajo različne alternative, ki jih v grobem lahko razdelimo na sisteme javnih dražb, modele avtomatizma in modele, ki temeljijo na ex ante pogodbenih dogovorih. Avtor v zaključku izpostavi, da čeprav poteka razprava o alternativnih sistemih že dobrih 30 let, ti predlogi v veliki večini v praksi nikoli niso zaživel.

KJUČNE BESEDE: • insolvenčno pravo • stečaj • finančna reorganizacija • ekonomska analiza prava

NASLOV AVTORJA: Dr. Jaka Cepec, asistent, Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta, Kardeljeva ploščad 17, SI-1000 Ljubljana, Slovenija, e-pošta: jaka.cepec@ef.uni-lj.si.

DOI 10.18690/18557147.7.2.111-138(2015), UDK: 346.546.5:347.45, JEL: K12, K21
ISSN 1855-7147 Tiskana izdaja / 1855-7155 Spletna izdaja © 2015 LeXonomica (Maribor)
Na svetovnem spletu dostopno na <http://journals.lexonomica.press>.

Law and Economic Alternatives to Traditional Insolvency Proceedings

JAKA CEPEC

Abstract The paper focuses on presenting various alternative insolvency proceedings that would supplement or replace existing types of corporate insolvency proceedings. The first chapter is dedicated to the question of how current legal systems regulate a situation when an insolvent company goes into financial reorganization or winding up. Law and economics theory explains that only internally efficient companies shall go into the financial reorganization proceedings. Determining if a company is internally efficient (if the expected discounted future earnings, taking into account the probability of failure of the company, are bigger than the current liquidation value of the debtor's assets) is in practice one of the biggest issues of insolvency law. It is costly, complicated and relatively unreliable. This is why modern trends in insolvency theory are looking for alternatives to today's conventional proceedings that would overcome the difficulties in determining whether the debtor should be liquidated or reorganized. The presented alternatives can be divided into three main groups namely: (a) public auctions systems, (b) systems of ex ante contractual agreements and (c) theories of automatic debt to equity transformations. The author concludes his paper by remarking that even though scientists have been debating about alternatives for more than 30 years, none of the proposed solutions are widely used in current insolvency law systems.

KEYWORDS: • employment relationship • employee • self-employed person • false self-employment • disguised employment relationship • economically dependent person

CORRESPONDENCE ADDRESS: Jaka Cepec, Ph.D., Assistant, University of Ljubljana, Faculty of Economics, Kardeljeva ploščad 17, SI-1000 Ljubljana, Slovenia, e-mail: jaka.cepec@ef.uni-lj.si.

DOI 10.18690/18557147.7.2.111-138(2015), UDC: 346.546.5:347.45, JEL: K12, K21
ISSN 1855-7147 Print / 1855-7155 On-line © 2015 LeXonomica (Maribor)
Available on-line at <http://journals.lexonomica.press>.

1 Uvodno

Insolvenčno pravo je v bilo v osnovi sestavljeno zgolj iz stečajnega oz. likvidacijskega postopka. Skozi gospodarski razvoj in zaradi potreb gospodarstva se je razvil še postopek finančne reorganizacije. Postopek finančne reorganizacije je potreben predvsem zato, ker so delujoča podjetja nekaterih dolžnikov (gospodarskih družb) ekonomsko učinkovita in sposobna nadaljnega uspešnega poslovanja ter ker je vrednost delujočega podjetja lahko večja kot njegova likvidacijska vrednost. Delujoče podjetje bi bilo sicer mogoče uspešno odprodati tudi v stečajnem postopku, vendar je praksa v preteklosti pokazala, da javne dražbe in drugi modeli odprodaje delujočega podjetja v stečajnem postopku ne prinašajo vedno tako dobrih rezultatov, kot jih omogoča poseben postopek finančne reorganizacije.¹ Zaradi dvoma v sistem javnih dražb premoženja dolžnika je veliko držav začelo razvijati koncept finančne reorganizacije, ki je izveden v obliki strukturiranih pogajanj o rešitvi dolžnika. Ideja tega sistema je, da se predvsem upniki in dolžnik ter upniki med seboj dogovorijo o usodi dolžnika, torej o tem, ali in kako naj bo gospodarska družba (dolžnik) reorganizirana in na kakšen način ter koliko bodo upniki v takšnem postopku tudi poplačani. Modelno ureditev postopka finančne reorganizacije danes predstavlja postopek finančne reorganizacije v Združenih državah Amerike (v nad.: ZDA) (Chapter 11).² Analiza reform insolvenčne zakonodaje v zadnjih dvajsetih letih kaže na močan trend uveljavljanja rešitev, ki posnemajo rešitve ameriškega sistema finančne reorganizacije (Chapter 11), z oblikovanjem dinamičnih in predvsem fleksibilnih postopkov finančne reorganizacije z dodajanjem novih, manj formalnih postopkov, ki bi jih gospodarske družbe uporabljale že, ko jim insolventnost šele grozi, prezadolženost oz. nelikvidnost pa še ni nastala. Pri tem nacionalni pravni redi uporabljajo dva temeljna modela, in sicer t. i. enoviti insolvenčni postopek, kjer se vsi postopki zaradi insolventnosti začnejo na isti način in se odločitev o likvidaciji ali reorganizaciji družbe sprejme šele znotraj tega enovitega postopka, in sistem ločenih postopkov, kjer izbiro med postopki likvidacije in reorganizacije opravi že predlagatelj postopka. Kljub splošnemu mednarodnemu trendu pa je potrebno poudariti, da je v ZDA, vsaj teorija, s postopkom finančne reorganizacije (Chapter 11) nezadovoljna in že skoraj štiri desetletja aktivno išče alternative trenutno uveljavljenemu sistemu insolvenčnega prava.

V članku bom uvodoma predstavil temeljne razloge za nezadovoljstvo teorije s trenutnimi modeli insolvenčnih postopkov in posledično razloge za iskanje alternativnih postopkov. V osrednjem delu članka bom predstavil tri temeljne alternativne modele oblikovanja korporativnega insolvenčnega prava.

2 Problem ekonomsko (ne)učinkovitega podjetja gospodarske družbe

Ideja o iskanju alternativnih insolvenčnih postopkov se je pojavila v ZDA v 80. letih 20. st., po seriji nekaterih zelo neučinkovitih primerov finančnih reorganizacij večjih ameriških gospodarskih družb. Točka preloma je bil primer *Eastern Airlines*, ki je trajal nekaj let in v katerem je bilo povsem jasno, da načrt finančne reorganizacije ne bo sprejet, a je uspelo predsedniku uprave kljub temu kar nekaj let vztrajati pri postopku finančne reorganizacije. Na koncu je bilo podjetje prodano zgolj za košček njegove osnovne vrednosti in v ZDA se je na neučinkoviti postopek vsul plaz kritik (Skeel, 2003: 8). Analiza je pokazala, da je temeljni problem obstoječega sistema insolvenčnega prava vprašanje odločanja o tem, ali naj gre dolžnik v postopek finančne reorganizacije ali v stečaj. Pri tem se sprožijo tri temeljna vprašanja, in sicer: (a) kakšni naj bodo kriterij za odločitev o izbiri postopka, (b) kdo naj to odločitev sprejme in (c) po kakšnem postopku naj bo ta odločitev sprejeta.

Ekonomska teorija je na vprašanje, kdaj naj naj bo nad dolžnikom uveden stečaj in kdaj postopek finančne reorganizacije, odgovorila hitro in relativno enostavno. Odločitev o enem ali drugem postopku temelji na odgovoru, ali ima dolžnik ekonomsko učinkovito ali neučinkovito podjetje. Ekonomsko učinkovito podjetje je podjetje, katerega neto sedanja vrednost je večja od njene likvidacijske vrednosti in je večja od nič. Ekonomsko neučinkovito je tisto, katerega neto sedanja vrednost je manjša od njegove likvidacijske vrednosti in/ali je manjša od nič (Armour, 2011: 3). Z drugimi besedami: ekonomsko učinkovito je tisto podjetje, pri katerem ni alternativne uporabe sredstev, ki bi prinašala večje koristi od trenutnih (White v Claessens et al., 2001: 31). Za gospodarske družbe z ekonomsko neučinkovitimi podjetji je neizbežno, da bodo prej ali slej postale insolventne. Družbe z ekonomsko neučinkovitimi podjetji imajo namreč poleg finančnih težav tudi poslovne težave, kar pomeni, da bi poslovale negativno tudi v primeru, če bi bile kapitalsko ustrezne in bi torej imele ustrezen sistem financiranja.

Za ekonomsko učinkovite gospodarske družbe je značilno, da je vrednost njihovega delujočega podjetja večja od likvidacijske vrednosti, kar pomeni, da je v primeru insolventnosti učinkovita rešitev finančna reorganizacija, saj ta zagotavlja poplačilo upnikov iz prihodnjih donosov dolžnika. Pri družbah z ekonomsko učinkovitimi podjetji ne obstaja alternativna uporaba sredstev družbe, ki bi prinašala večje koristi od trenutne, kar pomeni, da z njimi ni mogoče ustvarjati večjih prihodnjih donosov, to pa posledično pomeni, da je neto sedanja vrednost teh sredstev v obstoječi družbi večja, kot bi bila prodajna (likvidacijska) cena za to premoženje. Na drugi strani je insolventnost ekonomsko neučinkovitih družb načeloma treba reševati s stečajnimi (likvidacijskimi) postopki, saj je vrednost delujočega podjetja manjša od njegove likvidacijske vrednosti.³ Izjema od tega pravila so primeri, ko je znotraj postopka finančne reorganizacije mogoče

relativno enostavno opraviti tudi poslovno reorganizacijo in družbo iz ekonomsko neučinkovite transformirati v ekonomsko učinkovito.⁴ Kot tipičen primer transformacije ekonomsko neučinkovite družbe v učinkovito literatura navaja zamenjavo posloводства (Rasmussen, Skeel, 1995: 88).

Ob predpostavki, da je ločnica med stečajnim postopkom in postopkom finančne reorganizacije v načinu poplačila upnikov,⁵ izbira med postopkom likvidacije in reorganizacije temelji na oceni, ali so diskontirani prihodnji donosi dolžnika večji, upoštevajoč nevarnost, da reorganizacija ne uspe, kot sedanja likvidacijska vrednost premoženja dolžnika (Jacskon, v Bhandari, Weiss, 1996: 144). Za pravilno izbiro postopka je torej bistveno, da se čim bolj natančno oceni vrednot premoženja družbe, njen dolg in potencialne prihodnje donose. Za vrednotenje se uporabljata dve temeljni metodi, in sicer bilančna metoda in metoda izvedljivosti (feasibility). Bilančna metoda je statična in uporablja knjigovodsko vrednost premoženja in dolga.⁶ Druga metoda je dinamična in se nanaša na vprašanje vrednotenja prihodnjih donosov. Če ocena prihodnjih potencialnih donosov družbe pokaže, da bo družba v prihodnosti ustvarjala prihodke, ki bodo omogočili boljše poplačilo upnikov, bi morala družba v reorganizacijo, sicer pa v likvidacijo (Cabrillo, Depoorter, 1999: 275).

Vrednost prihodnjih diskontiranih denarnih tokov (vrednost delujočega podjetja) je povezana z ocenjevanjem verjetnosti prihodnjega uspešnega poslovanja. To ocenjevanje je do neke mere podobno srečelovu. Tako kot obstaja verjetnost, da bo srečka dobitna, obstaja tudi možnost, da ne bo. Vrednost srečke mora biti ocenjena pred samim žrebanjem. Pri tem moramo drugače kot pri srečki pri poslu oceniti tako verjetnost »dobitka« kot tudi višino nagrade.⁷ Ocenjevanje prihodnjih donosov družbe in diskontne stopnje je pogosto povezano s številnimi predpostavkami in ob spremembi zgolj nekaterih parametrov lahko dobimo zelo različne rezultate. Prihodnosti pač ni mogoče predvideti z gotovostjo in ocenjevanje vrednosti prihodnjih donosov danes insolventne družbe je pogosto bolj ali manj ugibanje.⁸

Nekateri avtorji še dodajajo, da je odločitev o izbiri postopka zgolj na podlagi maksimiranja premoženja dolžnika napačna in da je treba cilje insolvenčnega prava razumeti širše. Če cilje insolvenčnega prava razumemo širše od zgolj maksimiranja premoženja družbe (in posledično poplačila upnikov) in v enačbo vključimo še interese širše okolice, je teoretičen koncept odločanja o izbiri postopka še težji in ga pravzaprav več ni mogoče posplošeno definirati, saj je neposredno odvisen od dodatnih kriterijev (Finch, 2009: 245); McCormack, 2008: 21). Tudi Mednarodni denarni sklad meni, da postopki finančne reorganizacije poleg dodane vrednosti, ki jo prinese ohranitev delujočega podjetja, služijo tudi drugim ciljem, ki so pomembni za nacionalno gospodarstvo, npr. ohranjanju delovnih mest, razvoju lokalne skupnosti, podpiranju podjetništva z odobritvijo druge možnosti itd. (International Monetary Fund, 1999: 14).

Na težave pravilnega vrednotenja premoženja gospodarske družbe oz. predvsem tehtanja, ali je družba ekonomsko učinkovita ali ne ter kdo je tisti, ki naj odloči, v katerem postopku naj se rešuje insolventnost dolžnika, so opozarjali praktično vsi avtorji s področja ekonomske analize korporacijskega prava – *Adler, Baird, Jackson, Rasmussen, Jensen, Hart* in drugi. Poleg tega, da je ocenjevanje že samo po sebi zelo zahtevno, tudi zakonodaje vprašanje vrednotenja družb za potrebe odločitve, ali naj gre družba v likvidacijo ali reorganizacijo, običajno urejajo zelo skopo. Posledično imajo v številnih zakonodajah sodniki zelo veliko diskrecije, da odločajo o vsebini, o kateri že običajno nimajo dovolj znanja ali za to niso ustrezno usposobljeni (Cabrillo, Depoorter, 1999: 275). Glede na vse navedeno je očitno, da je razlikovanje med ekonomsko učinkovitimi in ekonomsko neučinkovitimi podjetji dolžnika v praksi zapleteno, drago ter relativno nezanesljivo. Iz navedenega izhaja, da nimamo ustreznih mehanizmov za zanesljivo, hitro in cenovno sprejemljivo razločevanje med ekonomsko učinkovitimi in neučinkovitimi podjetji dolžnika (gospodarskimi družbami), kar posledično pomeni, da nimamo optimalnih instrumentov za odločanje o tem, ali naj se podjetje dolžnika reorganizira ali likvidira.

Naslednje vprašanje je, kdo in po kakšnem postopku naj odloči, ali je podjetje dolžnika ekonomsko učinkovito in naj se zato dolžnik rešuje v postopku finančne reorganizacije in obratno.

Odločitev o izbiri postopka lahko teoretično opravi dolžnik sam, upniki ali sodišče. Z vidika informacij, ki so potrebne za učinkovito odločitev oz. oceno ekonomske učinkovitosti družbe, je dolžnik (poslovodstvo dolžnika) najprimernejši. Vendar avtorji opozarjajo, da čeprav ima poslovodstvo najpopolnejše informacije o stanju družbe, njihov interes ni nevtralen, saj ima poslovodstvo zaradi lastnih interesov (služba, kariera, ugled) spodbude, da družba (dolžnik) nadaljuje s poslovanjem (Wohlschlegel, 2002: 1). To še posebej velja za majhne in mikro družbe,⁹ kjer je poslovodstvo nagnjeno k temu, da je preveč optimistično in da ocenjuje, da ima družba zgolj finančne težave in je ekonomsko učinkovita (Rasmussen, Skeel, 1995: 90). *Schwartz* tako meni, da je temeljna ovira za učinkovito izbiro med likvidacijo in reorganizacijo ravno poslovodstvo, saj se bo le-to vedno odločalo tako, da bo maksimiralo svoje koristi (Warren, Westbrook, 2001: 1036; *Schwartz*, 2005: 2). Tako *Schwartz* kot drugi¹⁰ zato predlagajo, da bi morali člane poslovodstva »podkupiti« (nagraditi), da bi jih spodbujali k iskanju rešitev, ki so optimalne za vse akterje v postopku, oz. poslovodstvu nuditi ustrezne spodbude, da bo v celoti razkrilo informacije, ki so potrebne za racionalno odločitev o izbiri postopka (*Schwartz*, 2005: 2). Problem pri »podkupovanju« (nagrajevanju) poslovodstva in/ali obstoječih družbenikov je v tem, da sicer lahko prinaša *ex post* učinkovitost v smislu učinkovitega odločanja med postopkom reorganizacije in postopkom likvidacije, a hkrati prinaša *ex ante* neučinkovitost, saj lahko nagrado pričakujejo tudi poslovodje in/ali stari

družbeniki, ki so sprejemali preveč tvegane posle ali na druge načine povzročili nastanek insolventnosti.

Za obstoječe družbenike dolžnika velja, da je njihovo odločanje o vrsti postopka odvisno predvsem od tega, kakšen bo njihov položaj v tem postopku. Ker je njihov položaj praviloma najslabši v likvidacijskem (stečajnem) postopku, bodo družbeniki pri odločanju izrazito nagnjeni k finančni reorganizaciji, saj lahko samo v tem postopku upajo, da bodo obdržali vsaj del svojega lastniškega kapitala v reorganizirani družbi.¹¹

Tudi upniki bi lahko bili tisti, ki bi odločali o izbiri postopka. Pri tem nastopi nekaj težav. Upniki imajo običajno premalo informacij, da bi lahko zanesljivo ovrednotili finančno in ekonomsko stanje dolžnika ter s tem realne možnosti za finančno reorganizacijo in prihodnje uspešno poslovanje dolžnika. Upniki so pri pridobivanju informacij relativno zelo odvisni od pretoka informacij, ki jih posreduje poslovodstvo dolžnika. Ob nezaupanju do dolžnika oz. njegovega poslovodstva se lahko zanašajo zgolj na podatke o trenutnem poslovanju, kar pomeni, da z njihovega vidika obstaja velika verjetnost, da bi lahko bilo premoženje družbe kje drugje ali pod drugim vodstvom uporabljeno bolj učinkovito, zato so bolj motivirani za likvidacijo družbe kot njeno reorganizacijo (Wohlschlegel, 2002: 9). Hkrati so upniki tudi pri vprašanju izbire postopka »žrtve« problema skupnega delovanja, saj so njihove individualne preference zelo različne in med njimi zato ni mogoče doseči učinkovitega dogovora. Bolje zavarovani upniki bodo bolj nagnjeni k likvidaciji, saj bodo tudi v tem primeru poplačani, manj zavarovani upniki, ki v postopku likvidacije verjetno ne bodo poplačani, pa so seveda bolj nagnjeni k reorganizaciji in možnosti, da bodo lahko poplačani iz prihodnjih donosov dolžnika, in to kljub temu, da je verjetnost uspeha nadaljnjega poslovanja majhna. Odločitev upnikov o tem, ali naj gre družba v postopek likvidacije ali v postopek reorganizacije, tako ne bo temeljila na racionalni odločitvi o maksimalnem poplačilu vseh upnikov, ampak na racionalni odločitvi posameznega upnika (ki se bo odločal glede na zasebne preference).

Iz te kratke analize izhaja, da imajo vsi trije ključni akterji spodbude, ki onemogočajo, da bi se odločali v skladu z načelom učinkovitosti, torej da bi se družbe reorganizirale samo takrat, ko je vrednost prihodnjih donosov večja od likvidacijske vrednosti. Napačne spodbude akterjev je težko spremeniti oz. jih izločiti iz postopka odločanja. Z vidika ekonomske učinkovitosti zato nobeden izmed navedenih akterjev ni prva izbira za sprejem odločitve o vrsti postopka.

Za sprejem odločitve o vrsti postopka bi lahko bilo primerno tudi sodišče ali s strani sodišča postavljen strokovni (upravitelj) ali izvedenski organ. Vsaj z vidika spodbud so ti akterji načeloma nevtralni oz. so njihove spodbude pri odločanju, ali naj gre družba bodisi v postopek finančne reorganizacije ali v postopek likvidacije (stečaja), najmanj usmerjene v zasebno korist. Ne glede na to so *Aghion, Hart in*

Moore prepričani, da niti sodišča niti profesionalni upravitelji že po definiciji ne morejo biti učinkoviti akterji pri odločanju o usodi družbe. Avtorji jih poimenujejo »benigni diktatorji« in menijo, da niso primerni za sprejetje odločitve o vrsti postopka, saj jim primanjkujejo informacij in znanja o delovanju konkretne družbe in nimajo spodbud, ki bi jih vodile v učinkovite rešitve (Aghion, Hart in Moore 1992: 530).¹² Podobno tudi *Rasmussen* in *Skeel* menita, da so se sodni postopki izkazali za neprimerno sredstvo za izbiro postopka (Rasmussen, Skeel, 1995: 98). Z njimi se strinja tudi sodnik *Easterbrook*, ki opozarja, da sodniki zagotovo niso tisti, ki bi imeli ustrezne instrumente, da bi lahko ocenjevali oz. presojali oceno vrednosti delujočega podjetja. Zato je *Easterbrook* zagovornik javnih dražb, kot najenostavnejšega in najcenejšega načina vključitve trga v insolvenčne postopke (*Easterbrook*, v Bhandari, Weiss, 1996: 408 in nasl.). Tudi *Rasmussen* in *Skeel* sta prepričana, da mora biti odločitev o tem, ali naj se družba likvidira ali reorganizira, sprejeta na podlagi tržnih mehanizmov in da o tem ne sme odločati sodišče. Prepričana sta, da naj o tem odločajo akterji na trgu sami (torej dolžnik in upniki), saj na koncu trg nagraduje dobre odločitve in kaznuje slabe, kar pomeni, da imajo akterji boljše spodbude za učinkovito odločanje kot sodišča. Naloga sodišča naj bo, da opravlja nadzor nad samim postopkom in sankcionira nespoštovanje procesa (*Rasmussen*, *Skeel*, 1995: 90–95).

Iz vseh navedenih razlogov se je v teoriji v zadnjih 30-ih letih pozornost preusmerila v iskanje alternativnih načinov reševanja insolventnosti dolžnika, ki bi bodisi dopolnili obstoječe postopke bodisi bi jih v celoti nadomestili ter s tem odpravili težave pri razmejevanju med neučinkovitimi in učinkovitimi družbami ter predvsem težave pri določanju, kdo naj sprejme odločitev o tem, ali naj se insolventnost dolžnika rešuje skozi postopek finančne reorganizacije ali skozi stečajni (likvidacijski) postopek. Pri iskanju teh novih rešitev prevladujejo pristopi, ki temeljijo na tržnih mehanizmih in pogodbenih dogovorih. Razvoj novih pristopov se je začel z idejami o ponovni uveljavitvi javnih dražb, kot temeljnega tržnega mehanizma za unovčevanje premoženja, preko idej o strukturiranih pogajanjih in nedenarnih dražbah do postopkov, katerih jedro so različne izpeljanke transformacije dolžniškega kapitala v lastniškega. Poleg mehanizmov reševanja insolventnosti znotraj kogentnega sistema insolventnega prava so se razvijale tudi ideje o bolj dispozitivni ureditvi insolvenčnega prava.

3 Alternative klasičnim insolvenčnim postopkom

V poglavju bom predstavil tri temeljne smeri alternativnih postopkov in sicer: (a) javne dražbe celotnega delujočega podjetja insolventne gospodarske družbe kot alternativni način reorganizacije, (b) modele avtomatiziranih postopkov z različnimi oblikami transformacije dolžniškega kapitala v lastniškega in (c) *ex ante* pogodbene dogovore o načinu izvedbe insolvenčnega postopka in/ali o vrsti postopka.

3.1 Sistem javnih dražb

Baird in *Rasmussen* menita, da je postopek finančne reorganizacije kot postopek, ki omogoča skupen forum, v okviru katerega se dolžnik in upniki dogovorijo ter izoblikujejo novo prihodnost za insolventnega dolžnika, ki bi sicer končal v stečaju, stvar zgodovine in da se obdobje »klasičnih« finančnih reorganizacij končuje (*Baird, Rasmussen, 2002: 4*). Avtorja tezo utemeljujeta z dejstvom, da se je postopek finančne reorganizacije razvil na podlagi posebnih potreb in značilnosti gospodarstva ob izgradnji železniške infrastrukture in da danes med večjimi družbami nimamo več družb s takšnimi značilnostmi.¹³ Postopek finančne reorganizacije lahko »odigra svojo vlogo« samo v primerih, ko imamo okolje, kjer obstaja specializirano, ozko namembno premoženje, ki mora ostati v okviru že obstoječe gospodarske družbe, saj ni mogoča prodaja celotnega delujočega podjetja (npr. zaradi prevelike vrednosti celotnega premoženja ni mogoče najti kupca), prodaja po kosih pa bi prinesla bistveno manjši izkupiček, kot je vrednost celotnega skupka. *Baird* in *Rasmussen* tudi opozarjata, da je danes večina sredstev (premoženja) takšna, da jih je mogoče brez večjih stroškov prenesti na nove družbe ali v nova poslovna okolja. Posamezna zelo specializirana sredstva pa so ravno razlog za to, da je družba propadla, kar pomeni, da v resnici nimajo nobene prave ekonomske vrednosti. Poudarjata, da so podjetja neločljivo povezana z gospodarsko družbo bolj ali manj samo še v tistih mikro in majhnih družbah, kjer obstaja tesna povezanost med poslovodstvom in družbeniki, kjer »dodatno vrednost« dolžnika predstavlja ravno človeških kapital, ki bi ga ob prenosu v novo družbo izgubili (*Baird, Rasmussen, 2002: 5–7*).¹⁴ Po mnenju avtorjev so stroški in breme, ki ga morajo z reorganizacijo prevzeti upniki nase, nesorazmerno visoki.¹⁵ Hkrati se postavlja resno vprašanje, ali kompleksnost finančne reorganizacije, »priložnost« za nižja poplačila upnikov z boljšim vrstnim redom in s tem odprto polje za strateške »igre« med upniki, družbeniki in poslovodstvom, res prinesejo tisto dodatno vrednost, ki naj bi jo prinašalo delujoče podjetje, oz. ali vsi transakcijski stroški finančne reorganizacije v praksi te prednosti že v celoti ne izničijo (*Baird, 1986: 139*).¹⁶ Če je res tako, je težko še naprej zagovarjati tezo, da so postopki finančne reorganizacije ekonomsko učinkoviti in s tem družbeno zaželeni. Namesto finančne reorganizacije bi lahko opravili zgolj prodajo celotnega podjetja v okviru likvidacijskega postopka (*Baird, Rasmussen, 2002: 37*). Javne dražbe so najcenejši in najpreprostejši model reševanja insolventnosti, ki še zagotavlja osnovni cilj insolvenčnega prava – skupni forum ali kolektivni postopek za poplačilo upnikov. Prodaja premoženja na javni dražbi ima enostaven koncept prodaje premoženja dolžnika najboljšemu ponudniku in razdelitve kupnine med upnike. Premoženje dolžnika se proda bodisi kot delujoče podjetje ali pa po kosih, pač odvisno od tega kaj je vredno več (*Baird, 1986: 128, 136 in nasl.*)¹⁷ Temeljna prednost takšnega načina reševanja insolventnosti je zagotovo v hitrosti in preprostosti postopka. Pri takšnih pravni ureditvi bi bilo verjetno več likvidacij, saj odpadejo spodbude starega poslovodstva, da reši družbo (in s tem

pogosto tudi svojo investicijo), kupec pa ima zgolj interes, da dobi čim več za svoj denar, in bo tako med likvidacijo in nadaljevanjem izbral zgolj glede na kriterij ekonomske učinkovitosti (White, 2005: 27).

Zagovorniki javnih dražb so naleteli na številne kritike, saj imajo javne dražbe celotnega podjetja kar nekaj pomanjkljivosti. Javne dražbe so sicer res najučinkovitejši način unovčevanja premoženja dolžnika, saj se racionalni kupci s ponudbami za nakup premoženja družbe odločijo, ali je podjetje kot celota vredno več kot prodaja premoženja po kosih. Vendar se v praksi izkaže, da tržni mehanizmi pri javnih dražbah insolventnih družb vendarle ne delujejo tako dobro, da bi res prišli do učinkovitega rezultata, torej do rezultata, pri katerem bi premoženje končalo v rokah tistega, ki ga najvišje ceni. V praksi velik problem predstavlja likvidnost trga na takšnih javnih dražbah, sploh pri prodaji podjetja srednjih in velikih družb (Aghion et al., 1994: 815).¹⁸ Na težavo nelikvidnosti sredstev dolžnika, sploh v času finančnih kriz, sta leta 1992 opozarjala tudi *Vishny* in *Schleifer* (1992: 1344).¹⁹ Naslednji problem javnih dražb je nepripravljenost sodelovanja ponudnikov na dražbi, saj so transakcijski stroški za dražitelja relativno visoki (ocena vrednosti, zbiranje sredstev, skrbni pregled, tveganja itd.), sploh ob dejstvu, da na koncu lahko uspe zgolj enemu dražitelju.²⁰ Finančni problem (problem likvidnosti) in problem transakcijskih stroškov pri sodelovanju na javni dražbi lahko pripeljeta do tega, da bodo na dražbi pripravljeni sodelovati samo neposredni konkurenti insolventnega dolžnika, ki pa so pogosto tudi sami v finančnih težavah in še težje zberejo ustrezna sredstva (Aghion et al., 1992: 528).²¹ Javne dražbe so zato učinkovit postopek zgolj na popolnem kapitalnem trgu. Zgolj v takšnih razmerah bi namreč lahko vsakdo, ki bi lahko podjetje spremenil v dobičkonosno, na trgu dobil ustrezna sredstva (kredit) in v insolventnem postopku oddal ustrezno ponudbo za njegov odkup (Aghion et al., 1994: 855).²² Asimetrija informacij in visoki transakcijski stroški bi zato javne dražbe lahko spremenili v trg limon²³ (McCormack, 2008: 99).

Z dejstvom, da se solventni prodajalci v praksi nikoli ne odločajo svojih stvari prodajati preko javnih (sodnih) dražb, *Bowers* dokazuje, da javne (sodne) dražbe ne predstavljajo učinkovitega sistema prodaje premoženja. *Bowers* meni, da imajo dolžniki sami bistveno boljše informacije in predvsem dostop do potencialnih kupcev svojega premoženja. To pomeni, da lahko svoje premoženje prodajo z bistveno manjšimi transakcijskimi stroški. Dejstvo je tudi, da bodo dolžniki že v času nastanka finančnih težav sami skušali prodati vso premoženje, ki ga lahko uspešno prodajo. Ostalo bo zgolj nelikvidno, za konkretno dejavnost specifično premoženje, ki ga je težko, če ne celo nemogoče unovčiti. »Dokler so dolžniki sami najboljši likvidatorji svojega premoženja in splošna pravila stvarnega prava dovoljujejo, da lahko razpolagamo z lastnim premoženjem, in ker je malo verjetno, da bi lahko napisali takšna pravila insolventnega prava, ki bi omogočila, da bi kdo tretji postal bolj učinkovit likvidator dolžnikovega premoženja, kot je dolžnik sam, bodo stečaji prazni.« (Bowers, 1990: 2139–2141).

Da klasične javne dražbe ne morejo biti ustrezna alternativa postopkom finančne reorganizacije, dokazuje tudi zgodovinski razvoj postopka finančne reorganizacije, ki se je razvil ravno iz težav in omejitev, ki jih prinašajo postopki prodaje celotnega podjetja v stečajnih postopkih. Hart (1997: 7) poudarja, da je zelo malo empiričnih dokazov, da trg oz. dražbe insolventnih dolžnikov oz. njihovega premoženja delujejo. V praksi obstajajo predvsem številni dokazi, da upniki, dolžniki in skupnost dražbam ne zaupajo. V svetu trenutno ni razprav v smeri vzpostavitve pravne ureditve, ki bi temeljila zgolj na enostavni denarni dražbi in odprodaji premoženja družbe.²⁴ Vse reforme in vsi deležniki postopkov so vedno bolj usmerjeni v rešitve, ki so sorodnejše finančni reorganizaciji (Hart, 1999: 7).²⁵ Zelo pogost ugovor zoper življenjskost javnih dražb je tudi dejstvo, da je pogosto težko v kratkem času najti kupca, ki bi bil pripravljen kupiti celotno delujoče podjetje, kar v praksi pomeni, da se začne podjetje prodajati po kosih. Ravno to dejstvo hkrati tudi upravičuje finančno reorganizacijo, ki omogoča manevrski prostor za iskanje drugačnih rešitev, ko so delni odpusti dolga, transformacija dolžniškega kapitala v lastniškega ipd.

Hausch in *Ramachandran* sta predlagala sistem nedenarnih dražb. Gre za poseben sistem finančne reorganizacije, ki bi temeljil na nedenarni dražbi, pri čemer bi vsi upniki sodelovali na dražbi, kjer bi ponudili odstotek zmanjšanja svoje terjatve. Upniki, ki bi bili pripravljeni najbolj zmanjšati zahtevani odstotek poplačila, bi bili poplačani prvi, in tako po lestvici do zadnjega upnika, ki bi bil pripravljen odpustiti najmanjši odstotek dolga. Družbo bi še naprej upravljalo obstoječe poslovodstvo in tudi lastniški kapital se ne bi spreminjal. Družbeniki ne bi bili upravičeni niti do poplačila niti do dividend, dokler vsi upniki ne bi bili poplačani. Družba se v postopku ne bi zavezala k fiksnim poplačilom v vnaprej določenem času, ampak bi dolgove odplačevala v skladu z zmožnostmi (only and when it feels able). S takšno ureditvijo se omogoči (zahteva) od upnikov, da razkrijejo svoje preference ali pričakovanja do dolžnika oz. do njegove sposobnosti poplačila dolga. Upniki, ki v poplačilo ne verjamejo, se zadovoljijo z nižjim poplačilom v krajšem času, upniki, ki verjamejo v načrt finančne reorganizacije ter v poslovanje dolžnika, pa lahko zahtevajo višje poplačilo in bodo nanj pripravljeni čakati dlje. Pri tem bi bilo treba narediti ločene dražbe za različne razrede upnikov in tako ločiti dražbe za ločitvene, prednostne ter navadne upnike (Hausch, Ramachandran, 2001: 91–104).

3.2 Modeli avtomatizma

Zaradi zapisanih slabosti javnih dražb in nestrinjanjem z dragimi, sodno vodenimi in vprašljivo učinkovitimi postopki finančne reorganizacije so teoretiki skušali najti nove alternative. Med te nove alternative štejemo predvsem postopke, ki vključujejo avtomatično transformacijo dolžniškega kapitala v lastniškega (teorije avtomatizma) in delno tudi pogodbene pristope k insolvenčnemu pravu (pogodbene teorije). Oba predloga reform vključujeta tržne mehanizme, saj avtorji

ugotavljajo, da pogajanja, kot osnova sedanjega postopka finančne reorganizacije, ne omogočajo ovrednotenja dejanskega premoženja dolžnika tako učinkovito, kot bi to lahko storili s tržnimi mehanizmi. Zaradi tega distribucija premoženja in pravic med dolžniki v reorganizaciji pogosto pripelje do rezultata, ki se bistveno razlikuje od predinsolvenčnih upravičenj upnikov oz. od relativnega razmerja pravic upnikov do dolžnika (McCormack, 2008: 98).

Za teorije avtomatizma je značilno, da skušajo v sam insolvenčni postopek vnesti določene avtomatizirane postopke, ki temeljijo na avtomatični transformaciji dolžniškega kapitala v lastniškega, kar posledično odpravi potrebo po sodno vodenih postopkih ali potrebo po dogovarjanju med dolžnikom in njegovimi upniki o rešitvi insolventnosti dolžnika. Z izločanjem pogajanj in vmešavanja sodišč želijo teorije povečati *ex post* učinkovitost obstoječih insolvenčnih postopkov. Prednosti obravnavnih predlogov, ki jih skupaj imenujemo teorije avtomatizma, so v tem, da praktično takoj odpravijo insolventnost in nelikvidnost. Postopek je posledično kratek in povezan z minimalnimi stroški ter (v nekaterih različicah) odpravlja težave nelikvidnosti potencialnih kupcev premoženja dolžnika. Transformacija dolžniškega kapitala v lastniškega omogoča tudi večjo homogenizacijo interesov upnikov, ki tako v nadaljevanju lažje sprejmejo dogovor o usodi družbe. Reševanje insolventnosti s transformacijo dolžniškega kapitala v lastniškega je še posebej priporočljivo v finančnih krizah, v času sistemskih gospodarskih težav²⁶ in pri slabo delujočem sodnem sistemu.

Teorije avtomatizma so vzbudile veliko zanimanja v 90. letih 20. st., potem pa so nekoliko zamrle. Zanimanje za te teorije se je ponovno okrepilo s prihodom globalne finančne krize leta 2008 in predvsem s člankom *Stiglitz*a in *Miller*ja leta 2010. Avtorja sta predlagala, da bi morale države oz. gospodarstva, ki so zaradi globalne finančne krize zašla v sistemsko krizo, to krizo reševati s t. i. *super Chapter 11*, torej s posebnim postopkom finančne reorganizacije, ki bi temeljil na avtomatični transformaciji dolžniškega kapitala v lastniškega. Avtorja izhajata iz teze, da so v sistemski krizi celotna področja gospodarstva prezadolžena, zato je trg nelikviden in klasični postopki insolvenčnega prava posledično neprimerni. Edina prava rešitev je po njunem mnenju zato poseben, interventni insolvenčni postopek, v katerem pride do avtomatične transformacije dolžniškega kapitala v lastniškega in s tem do zmanjševanja sistemske prezadolženosti gospodarstva (Stiglitz, Miller, 2010).

Temeljni zagovornik avtomatizma je *Bebchuk*, ki se zavzema za idejo, da bi morali ločiti ekonomsko funkcijo postopka od morebitnih sporov v postopku, in sicer tako, da bi lahko bilo podjetje insolventnega dolžnika oz. premoženje hitro in poceni prodano ter razdeljeno (preneseno) na novo gospodarsko družbo (Warren, Westbrook, 2001: 1030). Osnovna ideja *Bebchuka* je, da mora priti v insolvenčnih postopkih do avtomatičnega finančnega prestrukturiranja, kjer se ves dolg spremeni v lastniški kapital. Odločitev o nadaljnji usodi dolžnika (gospodarske družbe) se potem prepusti novim družbenikom (delničarjem). Z avtomatičnim

transformiranjem dolžniškega kapitala v lastniškega odpravimo prezadolženost, omogočimo družbi nadaljnje poslovanje, hkrati pa v vrednotenju premoženja družbe vključimo tržni mehanizem. V osnovnem modelu se opravi zgolj transformacija zavarovanega dolga. Nezavarovani (navadni) upniki pa pridobijo opcijo za nakup poslovnih deležev (delnic). Opcijo se lahko uresniči z »odkupom« dolga od zavarovanih upnikov in se jo podeli tudi prejšnjim družbenikom dolžnika. Tako se vsakemu upniku in tudi družbenikom (delničarjem) omogoči, da sami odločajo o svojem zelenem ravnanju (Bebchuk, 1988: 775–804, in Bebhuk, 2000: 829–843).

Ideja je v osnovi zelo preprosta in jo lahko prikažemo na poenostavljenem primeru. Predstavljajmo si družbo A, ki ima 10 zavarovanih upnikov, vsakega s terjatvijo 10 denarnih enot (skupaj 100 denarnih enot), 10 navadnih upnikov, vsakega s terjatvijo 10 denarnih enot (skupaj 100 denarnih enot), in 10 družbenikov, vsakega s poslovnim deležem v vrednosti 10 denarnih enot (skupaj 100 denarnih enot). Družba postane insolventna in je v postopku finančne reorganizacije. Če bi bila vrednost delujočega podjetja enaka 100 denarnim enotam, bi bili v postopku v celoti poplačani samo zavarovani upniki, navadni upniki ne bi dobili poplačila, obstoječi družbeniki družbe pa bi ostali brez poslovnega deleža. Če bi bila vrednost delujočega podjetja med 100 in 200, bi bili v celoti poplačani zavarovani upniki, deloma ali v celoti navadni upniki, stari družbeniki pa bi ostali brez poslovnega deleža. Če bi bila vrednost delujočega podjetja višja od 200, bi bili v celoti poplačani vsi upniki, družbeniki pa bi lahko obdržali del svojih poslovnih deležev. Ker ne poznamo točne vrednosti delujočega podjetja, ni mogoče opraviti delitve novih poslovnih deležev. Če premoženje družbe ocenimo z najnižjo vrednostjo, torej s stotimi enotami, poslovne deleže dobijo samo zavarovani upniki, navadni upniki in družbeniki pa pridobijo opcijo, s katero lahko odkupijo poslovne deleže zavarovanih upnikov po tej ocenjeni vrednosti. Če navadni upniki menijo, da je vrednost družbe višja od 100 denarnih enot, bodo izplačali zavarovane upnike in tako sami prišli do vseh poslovnih deležev, zavarovani upniki pa bodo v celoti poplačani. Če obstoječi družbeniki menijo, da je družba vredna celo več kot 200, lahko izplačajo navadne upnike (in morebiti tudi zavarovane, če navadni opcije ne izkoristijo) in sami ostanejo družbeniki družbe (Bebchuk, 1988: 785 in nasl.).

Prednosti takšnega postopka v primerjavi s klasičnimi insolvenčnimi postopki so očitne. Upniki imajo možnost postati izključni družbeniki družbe, in sicer tako, da izkoristijo svojo pravico odkupiti terjatve vseh upnikov z boljšo pravico, in se lahko tako nepristransko in učinkovito odločijo, ali naj se družba likvidira ali nadaljuje s poslovanjem. To tudi pomeni, da ne obstaja strateški interes predstaviti oz. prikazovati napačne vrednosti gospodarske družbe. Prav tako v takšnem modelu ni potrebe po pogajanjih in tožbah o vrednosti premoženja družbe, s čimer se prihranijo transakcijski stroški (Wohlschlegel, 2002: 14). Na takšen način uvedemo trg v vrednotenje premoženja družbe in obdržimo pravilo absolutnih

prednosti pri poplačilu dolga (White, 2005: 24). Hkrati pa se s tem reši problem nepoznavanja prave vrednosti premoženja družbe oz. definiranja kriterijev in oseb, ki so upravičene oceniti vrednost premoženja insolventnega dolžnika v insolvenčnem postopku (Wohlschlegel, 2002: 14).²⁷

Temeljni problem *Bebchukovega* predloga je (ne)likvidnost upnikov, ki morda nimajo dodatnih likvidnih sredstev, s katerimi bi lahko uresničili opisano nakupno opcijo. To težavo sta s posebnim mehanizmom skušala rešiti *Adler in Ayres*. Avtorja sta predlagala posebno shemo, ki temelji na preferencah upnikov o vrednosti premoženja dolžnika. Oblikovala sta relativno kompleksen sistem, katerega osnovno idejo je mogoče prikazati s poenostavljenim primerom. Insolventni dolžnik ima dve vrsti upnikov, in sicer prednostne in navadne. Prednostni upniki ocenjujejo, da je družba vredna 90 enot premoženja, navadni upniki pa, da je vrednost reorganizirane družbe okoli 150 enot premoženja. Sodišče bi izdalo 100 novih delnic dolžnika in vse delnice razdelilo prednostnim upnikom. Vsaka delnica je vredna 1 enoto premoženja. Prednostni upniki bi nato morali povedati, koliko delnic bi bili pripravljeni prodati po ceni 1 enote premoženja ter koliko delnic bi bili pripravljeni prodati, če bi sodišče izdalo 1, 2, 3 itd. dodatnih delnic (povečanje števila delnic), ki bi jih razdelilo med navadne upnike. Sodišče bi z izdajo dodatnih delnic namreč relativno zmanjšalo vrednost prej izdanih delnic, ki so jih dobili prednostni upniki. Več kot bi sodišče izdalo dodatnih delnic, manjša bi bila relativna vrednost prej izdanih delnic in upniki bi bili pripravljeni prodati večje število delnic. S tem dobimo krivuljo ponudbe. Enako vprašanje bi dobili tudi navadni upniki, in sicer koliko delnic prednostnih upnikov po ceni 1 enote premoženja bi bili pripravljeni odkupiti, če bi sodišče dodatno izdalo 0, 1, 2, 3 itd. novih delnic. Večje, kot je število novih delnic, manjše bi bilo povpraševanje navadnih upnikov. S tem sodišče izdelava krivuljo povpraševanja. Sodišče bi tako dobilo krivuljo povpraševanja in ponudbe. Presečišče krivulj pokaže, kolikšno število novih delnic mora izdati sodišče in jih razdeliti med navadne upnike. S tem dobimo natančno oceno vrednosti premoženja dolžnika, saj smo z uporabo tržnega mehanizma pridobili preference obeh razredov upnikov, ne da bi eden ali drug razred upnikov moral za to imeti na voljo likvidna sredstva (Adler in Ayres, 2000).

Aghion, Hart in Moore menijo, da avtomatični postopki finančne reorganizacije niso optimalna rešitev, saj ne upoštevajo konflikta interesov med poslovodstvom in družbeniki. Avtomatični postopki prinašajo napačne spodbude poslovodstvu dolžnika, ki se bo v primeru avtomatične transformacije dolžniškega kapitala v lastniškega prepogosto odločalo za nadaljevanje poslovanja družbe, čeprav gre za ekonomsko neučinkovito družbo. Poslovodstvo ima namreč od nadaljnega poslovanja največje koristi. Ker pa z avtomatično transformacijo družba postane solventna in likvidna, lahko poslovodstvo brez sankcije nadaljuje s poslovanjem družbe, tudi če je družba sicer ekonomsko neučinkovita (Aghion et al., 1992: 530).

Aghion, Hart in Moore (so zato nekoliko razširili osnovni predlog *Bebchuka* iz leta 1988 in predlagali, da se ves dolg gospodarske družbe črta, upnikom pa se v zameno ponudijo delnice nove družbe. Delnice nove družbe se upnikom razdelijo v skladu s predlogom *Bebchuka*.²⁸ Ti novi družbeniki (upniki v insolventnem postopku) nato glasujejo o tem, katerega izmed predlogov sanacije (prodaje) podjetja bodo sprejeli. V vmesnem času sodišče pozove tako obstoječe poslovodstvo kot tretje osebe, da pripravijo načrt reorganizacije insolventnega dolžnika, bodisi z denarno ponudbo za odkup celotnega podjetja bodisi s ponudbo, ki vsebuje različne mehanizme, ki jih ponuja finančna reorganizacija. Po poteku roka za oddajo ponudb oz. rešitev bodo novi družbeniki tisti, ki bodo glasovali in izbrali rešitev, za katero menijo, da je za družbo (dolžnika) oz. njih same najboljša (Aghion, Hart in Moore, 1992: 530).

Bradley in *Rosenzweig* sta leta 1991 napisala izjemno odmeven članek, v katerem sta predlagala, da bi formalno urejene in sodno vodene postopke finančne reorganizacije insolventnih dolžnikov odpravili, saj prinašajo zgolj dodatno izgubo premoženja dolžnika in nobenih posebnih koristi. Pravi zmagovalci trenutnega postopka finančne reorganizacije so poslovodstva insolvenčnih družb, ki lahko postopek finančne reorganizacije uporabljajo kot ščit pred upniki, podobno kot lahko uporabljajo različne obrambne mehanizme pred sovražnimi prevzemi (prevzem je sovražen, če mu nasprotuje poslovodstvo, za družbo kot tako pa je lahko celo zelo pozitiven). Finančna reorganizacija insolventnih dolžnikov naj temelji zgolj na dokapitalizaciji, če pa dokapitalizacija ni uspešna, naj pride do avtomatičnega prenosa dolžniškega kapitala navadnih upnikov v lastniški kapital, pri tem pa je treba dosledno upoštevati pravilo absolutnih prednosti pri poplačilu upnikov. Drugače kot *Bebchuk* sta predlagala avtomatično transformacijo dolžniškega kapitala v lastniškega, pri čemer se v lastniški kapital najprej pretvorijo terjatve z najnižjim vrstnim redom. Če ti upniki, zdaj družbeniki, ne morejo ali ne želijo poplačati upnikov z boljšim vrstnim redom, pride spet do avtomatične transformacije dolžniškega kapitala v lastniškega, pri čemer se »razlastijo« upniki z nižjim vrstnim redom in družbeniki postanejo upniki z boljšim vrstnim redom. Predlog naj bi rešil več težav insolventnega prava, in sicer minimiziral ali odpravil vlogo sodnega odločanja, do skrajnosti skrajšal čas nelikvidnosti dolžnika, postopek bi se bistveno pocenil in trgu oz. akterjem bi bila prepuščena odločitev o vrednotenju premoženja dolžnika ter s tem o njihovih aktivnostih. Predlog temelji predvsem na empiričnih podatkih o izjemno visokih stroških postopkov finančne reorganizacije v ZDA. Ti stroški se z avtomatično transformacijo drastično zmanjšajo, s čimer se poveča učinkovitost postopka (Rasmussen, 1992: 98). Avtorja s tem predlagata tudi ukinitvev ameriškega postopka finančne reorganizacije (*Chapter 11*). Članek je doživel izjemen odmev in praktično ni bilo uveljavljenega avtorja insolventnega prava, ki ne bi komentiral njunih idej.²⁹

Podobno rešitev je predlagal *Adler* (1993), ki jo je poimenoval »družba s kameleonskim kapitalom«. ³⁰ V skladu z njegovo teorijo v primeru insolventnosti dolžnika ne bi predlagali posebnega postopka, ampak bi se dolg začel avtomatično transformirati v lastniški kapital, ki bi zamenjal stare družbenike. Pri tem bi se najprej transformirale terjatve najnižjih razredov upnikov, preostali dolg bi ostal. Če po takšni transformaciji družba še ne bi bila solventna, bi se postopek ponovil in prišlo bi do nove transformacije dolžniškega kapitala (*Adler*, 1997: 352–355). Dolg bi se moral v lastniški kapital torej transformirati toliko časa, da bi družba spet postala solventna. V tem sistemu se absolutno upošteva načelo absolutnih prednosti.

Po mnenju *Whita* ima *Adlerjev* predlog kar nekaj težav. Temeljna nedoslednost je, da predpostavlja popolne informacije, kar pomeni, da bi upnik in dolžniki vedno soglašali o vrednosti premoženja dolžnika. Če tega soglasja namreč ni, ne moremo vedeti, ali je družba že insolventna in kdaj naj pride do transformacije dolžniškega kapitala v lastniškega. Naslednja težava je v tem, da imajo poslovodstva, ko jim ne grozi sankcioniranje zaradi nastanka insolventnosti, vedno interes, da razglasijo insolventnost, še preden do nje dejansko pride, saj tako družbi ni treba poplačati dolga in je zato bolj konkurenčna. Predlagani pristop tudi onemogoča filtriranje ekonomsko učinkovitih in ekonomsko neučinkovitih družb, saj bi neučinkovite družbe lahko poslovale tako dolgo, dokler bi pokrivale variabilne stroške, čeprav bi lahko bilo premoženje družbe drugje uporabljeno bolje oz. učinkoviteje (*White*, 2005: 32).

Različice modelov avtomatizma predvidevajo možnost, da če je vrednost zavarovanja večja od terjatev, zavarovani dolg ostane in se v lastniški kapital transformirajo samo nezavarovane terjatve. Namen takšnega načina reševanja je v tem, da se družba v najkrajšem možnem času reši finančnih težav in da se interesi (spodbude) upnikov postavijo v bolj enak položaj oz. na skupni imenovallec. O usodi gospodarske družbe naj potem odločajo upniki, zdaj družbeniki, sami, na podlagi klasičnih mehanizmov korporacijskega prava (*Cabrillo*, *Depoorter*, 1999: 278).

Temeljna slabost opisanih postopkov je v tem, da ne rešijo vprašanja ekonomsko učinkovitih in ekonomsko neučinkovitih družb ter da odločitev o tem prelagajo na nove družbenike. Teorije avtomatizma v bistvu »prisilijo« upnike dolžnika, da postanejo družbeniki in se aktivneje vključijo v družbo, čeprav si tega številni upniki ne želijo in za takšne aktivnosti nimajo predvidenih kapacitet. *Bufford* je tako leta 1994 opozarjal, da bi bili predlagani avtomatični postopki v resničnem življenju katastrofa. V večini primerov bi največji delež lastniškega kapitala pridobile banke, ki pa zato niso ustrezno usposobljene in nimajo ustreznega znanja za vodenje gospodarskih družb. Sistematična pretvorba dolžniškega kapitala v lastniškega bi po mnenju *Bufforda* ogrozila celoten bančni sistem, podobno kot ga je velika depresija leta 1929, saj bi banke izgubile celoten denarni tok prihodkov, ki je potreben za izplačilo depozitov in dajanje novih posojil (*Bufford*, 1994).³¹

Dodatne kritike izhajajo s stališča, da je povsem drugače, če upnik privoli v transformacijo terjatev v delnice (poslovni delež) znotraj pogajanj, če oz. ko oceni, da mu to prinaša dodatne koristi, kot pa če se zgodi brez volje upnika, ki s transformacijo avtomatično postane družbenik neke družbe. Takšna ureditev nujno vodi v dodatne konflikte med »prisilnimi« družbeniki, ki nimajo ne sredstev ne volje, da bi se ukvarjali s korporacijskim upravljanjem bivšega dolžnika, hkrati pa bi takšna ureditev nujno še dodatno prikrajšala navadne upnike, ki bi do poplačila terjatev običajno lahko prišli samo z izkoriščanjem pravice do odkupa deleža oz. delnic od višje razvrščenih upnikov, kar bi pomenilo, da bi morali v projekt, ki jim je že tako prinesel izgube, v upanju na vsaj delno poplačilo vložiti še nova sredstva (McCormack, 2008: 98).

3.3 Pogodbene teorije

Insolvenčno pravo je v svojem bistvu kogentno, kar pomeni, da se morajo insolventne družbe in njeni upniki podrediti pravilom insolvenčnega prava. Upniki in dolžnik tako nimajo možnosti pogodbeno izključiti uporabo pravil insolvenčnega prava in se tudi ne morejo *ex ante* dogovoriti za izbiro enega izmed insolvenčnih postopkov ter ne morejo spreminjati pravil o glasovanju v postopku finančne reorganizacije. Številni avtorji so na temelju Coasovega teorema predlagali, da bi bilo morda dobro tudi v insolvenčnem pravu omogočiti *ex ante* pogodbene dogovore kot dopolnitev ali nadomestilo kogentnega insolvenčnega prava.

Pogodbene teorije temeljijo na ideji, da je mogoče problem skupnega delovanja rešiti z dejanskim *ex ante* dogovorom (Armour, 2001: 33). Pravila insolvenčnega prava bi morala biti zato bolj skopa in bi morala postavljati zgolj okvir, ki bi omogočal pogodbene dogovor med strankami. Insolvenčno pravo bi moralo ponujati zgolj osnovne okvirje, v katerih bi se lahko dolžnik in upniki pogodbene dogovarjali, ter zakonska določila za primer, da dolžnik in upniki ne dosežejo posebnega dogovora (Rasmussen, 1992: 52).

Rasmussen predlaga, da bi imela gospodarska družba na voljo meni različnih načinov reševanja situacij, ko družba zaide v insolventnost. Vsaka družba bi morala iz tega menija *ex ante* izbrati postopek in ga vpisati v statut oz. družbeno pogodbo in s tem sporočiti potencialnim upnikom, kakšna bodo pravila v primeru neizpolnjevanja obveznosti družbe do upnikov (Rasmussen, 1992).³² Pri tem bi za nepogodbene upnike, kot so npr. oškodovanci v primeru odškodninske odgovornosti, še naprej veljala kogentna pravila (Warren, Westbrook, 200: 1036).

Schwartz meni, da v kogentnem sistemu zaradi spodbud dolžnika in asimetrije informacij pri upnikih sistem filtriranja družb na učinkovite in neučinkovite ne deluje. Dolžnik namreč vedno daje prednost reorganizaciji pred likvidacijo, saj tako obdrži del svojega premoženja, staro poslovodstvo pa ima več možnosti, da

ostane na položaju. Zato se reorganizirajo tudi številne družbe, pri katerih bi bilo učinkoviteje, da bi bile likvidirane. Zato *Schwartz* podpira pogodbene modele insolvenčnih postopkov, ki dopolnjujejo kogentni sistem insolvenčnega prava. Pri tem je opozoril na težavo pri *ex ante* izbiri postopka, saj se situacije skozi čas spreminjajo, kar pomeni, da je najučinkovitejši način rešitve insolventnosti mogoče določiti šele pri zadnjem upniku ali tik pred nastankom insolventnosti (*Schwartz*, 1998: 1808). *Schwartz* je zato predlagal, da bi se lahko dolžnik z vsakim novim upnikom dogovarjal za režim reševanja insolventnosti, pri čemer bi ob spremembi režima stari upniki avtomatično prešli na novega. Pri tem predpostavlja, da še vedno ostajata kogentni insolvenčni sistem z dvema osnovnima postopkoma (torej likvidacija in reorganizacija), ki urejata procesna pravila in s tem skušata zagotavljati pogoje za »Coasova« pogajanja (*Schwartz*, 1998: 1810). Po njegovi ideji bi se upniki in dolžnik lahko vnaprej dogovorili, da upniki dolžniku plačajo določen znesek (vnaprej določen delež likvidacijske vrednosti), če upnik raje izbere likvidacijo kot finančno reorganizacijo. Upnik in dolžniki se torej lahko dogovorijo za pogodbeni odstop od načela absolutnih prednosti. *Schwartz* v svojih prispevkih pokaže, da je lahko rezultat takšne »podkupnine« ekonomsko učinkovito razlikovanje med družbami, ki so ekonomsko učinkovite in morajo nadaljevati s poslovanjem, in družbami, ki so ekonomsko neučinkovite in za katere je boljše, da končajo v likvidaciji. Če so družbeniki ekonomsko neučinkovite družbe nagrajeni, ker v primeru insolventnosti predlagajo likvidacijo, obstaja večja verjetnost, da bodo to tudi res storili, pri čemer pa seveda nagrada, »podkupnina«, ne sme biti tako visoka, da bi tudi družbeniki dolžnika, ki je sicer notranje učinkovit, raje izbrali likvidacijo (*Schwartz*, 2005: 2; *Warren, Westbrook*, 2001: 1036).

Pomemben predstavnik pogodbenih teorij je tudi *Korobkin*. V njegov pogodbeni koncept so poleg dolžnika in upnikov vključeni tudi drugi akterji, kot so zaposleni, poslovodstvo, družbeniki dolžnika, lokalna skupnost itd. *Korobkinov* model temelji na hipotetičnem *ex ante* pogodbenem dogovoru teh akterjev in *Rawlsovi* teoriji pravičnosti. Akterji po njegovem mnenju v času sklenitve dogovora ne poznajo svojega položaja, v katerem se bodo znašli v trenutku insolventnosti dolžnika, zato ne moremo izključiti možnosti, da bi takšen dogovor vseboval tudi posebna upravičenja za tiste akterje, ki bodo z insolventnostjo dolžnika prizadeti, a ne bodo neposredni upniki. Deležniki v času sklepanja te hipotetične pogodbe ne morejo slediti svojim individualnim interesom, saj ne vedo, v kateri vlogi (položaju) se bodo znašli (*Korobkin*, 1992: 554 in nasl.). Po mnenju *Korobkina* bi akterji v takšem *ex ante* dogovoru izbrali dve usmeritvi, in sicer: (a) načelo vključenosti, ki pomeni, da morajo imeti v primeru insolventnosti dolžnika vsi akterji, na katere insolventnost dolžnika kakorkoli vpliva, možnost sodelovanja v postopku, in (b) načelo racionalnega načrtovanja, ki določa, kdaj in do kolikšne mere lahko posamezni akterji izvršujejo svoje pravice ter uporabijo svoj vpliv oz. pogajalsko moč (*Finch*, 2009: 38; *Korobkin*, 1992: 572 in nasl.).

Zmernejši zastopniki pogodbenih teorij v insolvenčnem pravu predlagajo, da lahko pravila insolvenčnega prava sicer ostanejo taka, kot so, a da bi morala biti v pretežni meri dispozitivna (Warren, Westbrook, 2001:1036).³³ V to smer se razvijajo številni moderni insolvenčni sistemi, ki vse pogosteje vključujejo pogodbene, preventivne postopke finančne reorganizacije za dolžnike, ki jim insolventnost šele grozi. Med pogodbene pristope lahko štejemo tudi različne oblike neformalne finančne reorganizacije, ki se po dosegu dogovora med dolžnikom in upnikom formalizirajo (pre-packed arrangement) ali pa tudi ne in ostanejo »zgolj« na pogodbeni podlagi. V vsakem primeru pride do finančne reorganizacije samo v takšnem obsegu, kot ustreza vsakemu posameznemu dolžniku, kar pomeni, da je neformalna finančna reorganizacija mogoča samo v takšnem obsegu in na takšen način, kot se je mogoče pogodbeno dogovoriti med dolžnikom in posameznimi upniki. Širitev pogodbenega dogovora tudi na tiste upnike, ki se z dogovorom niso strinjali ali pa sploh niso bili del neformalne finančne reorganizacije, je mogoča samo s »prenosom« tega pogodbenega dogovora v formalni postopek finančne reorganizacije, kjer dolžnik predlaga začetek postopka in k predlogu predloži predlog, ki ga je oblikoval skupaj s skupino upnikov, ki so podpisali pogodbeni dogovor o finančni reorganizaciji. Največja težava neformalnih reorganizacij je v tem, da v času pogajanj o oblikovanju finančne reorganizacije dolžnik in upniki niso varovani z moratorijem na izvršbe, kar pomeni, da lahko vsak dolžnik (tako tisti, ki se pogaja, kot kakšen tretji) v vmesnem času poseže po izvršbi in se prednostno poplača. Ker poznajo številne države dolžnost posloводства, da z nastopom insolventnosti družbe vložijo zahtevo za začetek formalnih postopkov zaradi insolventnosti, posloводство dolžnika z neformalnimi pogajanjmi po nastanku insolventnosti tvega odškodninsko ali celo kazensko odgovornost. Ravno iz teh razlogov je kar nekaj zakonodaj v zadnjih letih te neformalne postopke vključilo v pravno ureditev in dolžnikom, ki jim šele grozi insolventnost, omogočilo, da od sodišča zahtevajo začasni moratorij na vse izvršbe. Dolžnik pa v tem času skuša z upniki skleniti dogovor o načinu finančne reorganizacije. Takšen dogovor se pozneje lahko, ni pa nujno, tudi formalizira v obliki tako imenovane vnaprej pripravljene finančne reorganizacije (Westbrook et al., 2010: 164).

LoPucki meni, da večina upnikov nima *ex ante* interesa sklepati dogovorov o tem, kako reševati morebitno insolventnost dolžnika, niti nima dovolj podatkov, da bi to lahko počeli učinkovito. Insolvenčno pravo namreč potrebujemo ravno zaradi nezmožnosti kolektivnega dogovarjanja večjega števila upnikov in dolžnika o tem, kako naj dolžnik razreši insolventnost. *LoPucki* je tako postavil novo teorijo, ki se zavzema za splošnejšo uveljavitev reorganizacije kot načina reševanja insolventnosti gospodarske družbe. Teorijo je poimenoval produkcijska teorija (team production theory of Bankruptcy law) (*LoPucki*, 2004: 743–744).³⁴ Teorija temelji na izhodišču, da ne drži, da obstaja skupen bazen premoženja upnika, na katerega lahko posežejo upniki. Upniki so namreč pričakovali, da se bodo poplačali iz prihodnjih donosov upnika, ki jih bo ta ustvaril s poslovanjem.

Finančna reorganizacija zato ni pravna možnost, ki jo je za reševanje insolventnega dolžnika predvidel zakonodajalec, ampak je v bistvu implicitni pogodbeni dogovor med dolžniki in upniki, ki ga le ti sklenejo že ob nastanku dolžniškega razmerja in s katerim se akterji dogovorijo, da bodo svoja pravna upravičenja podredili prizadevanjem za ohranitev vrednosti delujočega podjetja (McCormack, 2008: 30). Teorija zastopa stališče, da je ohranitev gospodarske družbe legitimen samostojen cilj insolvenčnega prava. Takšna ureditev tudi minimalizira eksternalizacijo stroškov nastanka gospodarskih družb, saj družbene stroške (social costs) nastanka oz. neuspeha kapitalске družbe nosijo v prvi vrsti delavci, lokalna skupnost, dobavitelji in potrošniki (LoPucki, 2004: 766–780).

4 Zaključek

Moderni trendi insolvenčnega prava so usmerjeni v diverzifikacijo postopkov, ki naj bi omogočili čim bolj fleksibilne postopke za iskanje učinkovitega reševanja težav, ki nastanejo zaradi insolventnosti gospodarske družbe. Velika večina reform insolvenčnega prava je tako usmerjena predvsem v različne postopke finančne reorganizacije, pri čemer je trend nekaj časa usmerjen v bolj dolžniku prijazne rešitve in potem zopet nazaj v bolj upnikom prijazne rešitve. Osrednji, modelni postopek je še vedno *Chapter 11*, s katerim pa v ZDA, vsaj teorija, ni zadovoljna in že 40 let išče alternative. Temeljni teoretični problem obstoječega sistema je namreč v tem, da ne omogoča učinkovite razmejitev med postopki likvidacije in reorganizacije. A očitno so obstoječi sistemi insolvenčnega prava še vedno dovolj »dobri«, saj se kljub temu, da razprave aktivno potekajo že vsaj 40 let, v praksi ni vzpostavili katerikoli izmed predlaganih alternativnih sistemov. Pri tem pa je vendarle potrebno izpostaviti, da se počasi, a vztrajno, vendarle v ospredje prebijajo osnovne ideje pogodbenih teorij ter tudi teorij avtomatizma, saj so v praksi izjemno priljubljeni neformalni postopki finančne reorganizacije in finančne reorganizacije s transformacijo dolžniškega kapitala v lastniškega.

Ker teorija v vsem tem času še ni zmoгла poiskati rešitev za učinkovit sistem insolvenčnega prava in ker je v teorijo prav tako še vedno odprto vprašanje, zakaj sploh potrebujemo insolvenčno pravo, se ustvarja nov krog teoretikov, ki meni, da insolvenčnega prava sploh ne potrebujemo. Tipičen predstavnik te teorije je *Bowers*, ki meni, da pravna teorija še ni zadovoljivo pojasnila, zakaj sploh potrebujemo insolvenčno pravo. Po njegovem mnenju je temeljna napaka vseh dosedanjih teorij, da predpostavljajo, da so dolžniki tik pred, ob in po nastanku insolventnosti pasivni. Dolžniki so namreč v resnici zelo aktivni in bodo reagirali na grožnjo izgube in insolventnosti, vse dokler bodo imeli za to možnost.³⁵ To jasno dokazujejo tudi empirični podatki, ki kažejo, da so stečaji večinoma prazni, torej je dolžnik že razdelil vse svoje premoženje (*Bowers*, 1990: 2112). Prepričan je, da je dolžnikova lastna prodaja premoženja najučinkovitejši način unovčenja premoženja dolžnika, pri čemer dodaja, da tudi če postavimo tezo, da takšna dolžnikova ravnanja lahko zmanjšajo razpoložljivo premoženje za poplačilo upnikov, v teoriji ne obstaja točka oz. ni mogoče določiti točke, od katere naprej

bi bilo skupno blagostanje povečano, ker bi premoženje dolžnika prešlo pod kolektiven nadzor vseh upnikov (Bowers, 1990: 2141). *Bowers* tudi opozarja, da stroški izvedbe postopka ne opravičujejo ciljev, ki naj bi jim insolvenčno pravo sledilo. To dokazuje s tem, da je velika večina insolvenčnih postopkov izvedena nad družbami, ki praktično nimajo premoženja ali ga imajo zelo malo ali se premoženje nameni za poplačilo ločitvenih upnikov, ki pa se lahko poplačajo zunaj insolvenčnega postopka. Insolvenčno pravo tako samo povzroča dodatne stroške. *Bowers* sicer dodaja, da obstaja možnost, da za takšne rezultate nista kriva teorija in pravna ureditev, ampak izvajanje le-te, vendar po njegovem tudi to kaže na to, da ureditev ni ustrezna. Učinkovit insolvenčni sistem bi moral biti usmerjen k temu, kako minimizirati izgube, ki nastanejo zaradi insolvenčnih postopkov, in ne k temu, kako maksimirati vrednost premoženja dolžnika. *Bowers* zaključuje, da insolvenčnega prava praktično ne potrebujemo oz. da soobstoja tako različnih alternativnih razlag o namenu in smislu insolvenčnega prava kaže na temeljno filozofsko praznino: nikomur še ni uspelo podati dobrega pojasnila, zakaj potrebujemo insolvenčno pravo, niti jasnega razloga ali verodostojne vizije o tem, kakšne sploh naj bi bile prednosti insolvenčnega prava (Bowers, 1990: 2142).

Opombe / Notes

¹ *Couwenberg* opozarja na dejstvo, da je predvsem v evropskem prostoru premalo raziskav, opravljenih na temo možnosti in učinkov prodaje celotnega podjetja kot potencialni alternativni za postopke finančne reorganizacije (Couwenberg, 2011).

² Insolvenčno pravo ZDA je urejeno v 11. delu Kodeksa Združenih držav Amerike (United States Code) in je naslovljeno Stečajni zakon (Bankruptcy Act). Postopek finančne reorganizacije je urejen v 11. poglavju stečajnega zakona, zato se v praksi uporablja kar izraz Chapter 11 postopek.

³ Temeljno načelo ekonomije je, da konkurenca na dolgi rok trg vodi k ravnotežju, pri katerem gospodarske družbe proizvajajo vsaj ob povprečnih stroških trga. Neučinkovite družbe propadejo.

⁴ Poslovna reorganizacije je mogoča tudi s prenosom dela podjetja na novo družbo, vendar gre v skladu z definicijo postopkov reorganizacije v tem primeru za stečajni (likvidacijski) postopek.

⁵ Tako v teoriji kot tudi v praksi je namreč pogosto nedorečeno, kdaj neki postopek štejeemo za stečajni postopek in kdaj za postopek finančne reorganizacije. Pojavljajo se vsaj tri različna pojmovanja. V skladu s tradicionalnim (ožjim) pojmovanjem postopkov reorganizacije je ločnica med postopkoma v usodi dolžnika (pravne osebe) po koncu postopka. Če po koncu postopka dolžnik kot pravna oseba ne obstaja več, je torej likvidiran, tak postopek imenujemo stečajni (likvidacijski) postopek. Če po koncu postopka dolžnik, gospodarska družba, nadaljuje s poslovanjem, takšen postopek imenujemo postopek reorganizacije (tudi postopek finančne reorganizacije). Razlika med osnovnima oblikama postopkov je torej v usodi dolžnika, pravne osebe. V 80. letih 20. st. so ekonomisti začeli opozarjati na dejstvo, da dodane vrednosti delujočega podjetja ni nujno mogoče doseči samo v postopku finančne reorganizacije, ampak je to mogoče tudi v stečajnih postopkih (postopkih likvidacije). Predvsem v stečajnih postopkih je namreč mogoče (od)prodati celotno podjetje ali del podjetja insolventnega dolžnika ter s tem

ohraniti specifično vrednost delujočega podjetja. Na podlagi tega dejstva lahko oblikujemo širšo (ekonomsko) pojmovanje razlikovanja med postopki reorganizacije in stečajnimi (likvidacijskimi) postopki, po kateri razlikovanje med postopkoma temelji na vprašanju usode podjetja dolžnika. Če se po koncu postopka zaradi insolventnosti podjetje ali del podjetja ohrani, gre za postopek reorganizacije, če pa se po koncu postopka podjetje ne ohrani, gre za stečajni (likvidacijski) postopek. Ekonomsko pojmovanje temelji na osnovni premisi, da morajo učinkoviti insolvenčni postopki razlikovati med ekonomsko učinkovitimi in ekonomsko neučinkovitimi podjetji ter da se mora z reorganizacijo omogočiti nadaljevanje učinkovitih podjetij in likvidirati neučinkovite podjetje (podjetja). Forma ali oblika, v kateri se učinkovit podjetje ohrani, ni pomembna. Z vidika učinkovitosti (ohranjanja največje vrednosti premoženja dolžnika in s tem najvišjega poplačila upnikov) kot temeljnega cilja insolvenčnega prava je bistveno, da se ohrani (če sploh obstaja) dodatna vrednost, ki jo prinaša delujoče podjetje. Z vidika učinkovitosti je zato povsem vseeno, ali se ta vrednost ohrani skozi postopek likvidacije ali skozi postopek reorganizacije. Najmodernejše razlikovanje med postopkoma temelji na razlikovanju glede na način poplačila upnikov. V skladu s to delitvijo je razlika med postopki reorganizacije in stečajnimi postopki v načinu poplačila upnikov. Če so upniki poplačani iz unovčenega obstoječega premoženja dolžnika (družbe), gre za stečajni (likvidacijski) postopek, če pa so terjatve vsaj dela upnikov vsaj delno poplačane iz prihodnjih poslovnih donosov podjetja (podjetja) dolžnika, gre za postopek finančne reorganizacije.

⁶ Na pomanjkljivosti statične metode sem opozoril že prej. Temeljni problem statične metode je, da ne upošteva, kakšne prihodnje donose bo mogoče ustvariti s premoženjem družbe.

⁷ Pri srečki poznamo namreč tako višino dobitkov kot verjetnost, da bomo zadeli. Matematično gledano je torej izračun ekonomske vrednosti srečke zelo enostaven.

⁸ In to ne glede na možnosti skrbnega pregleda, ki je lahko narejen še tako natančno. Ponudniki namreč nimajo neomejenega (popolnega) vpogleda v potencialne ideje obstoječega posloводства in njihove načrte za prihodnost.

⁹ V takšnih družba so člani posloводства pogosto tudi družbeniki v družbi.

¹⁰ Gl. v Warren, Westbrook, 2001: 1036 in nasl.; ter Wohlschlegel, 2002.

¹¹ Pri tem so zaradi zelo različnih ureditev položaja starih družbenikov v postopku finančne reorganizacije motivi in spodbude družbenikov seveda zelo različnih. Kot ilustrativni primer naj navedem slovensko ureditev. Po slovenski zakonodaji do reforme Zakona o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (Uradni list RS, št. 100/13, ZFPPIPP-F) so obstoječi družbeniki po koncu postopka prisilne poravnave (finančne reorganizacije) lahko obdržali vse poslovne deleže dolžnika. Posledično so imeli racionalni družbeniki izjemno močne spodbude, da so predlagali postopek prisilne poravnave. Po noveli ZFPPIPP-F je bilo s 136. členom uzakonjeno načelo absolutnih prednosti. V skladu s tem načelom obstoječi družbeniki dolžnika lahko obdržijo samo tak delež v osnovnem kapitalu dolžnika, ki ustreza vrednosti preostanka premoženja dolžnika, ki bi ga prejeli, če bi bil nad dolžnikom začel stečajni postopek. To bi vsaj teoretično moralo pomeniti, da po koncu postopka prisilne poravnave stari družbeniki družbe ne bodo več družbeniki. Z vidika spodbud racionalni družbeniki nimajo več spodbud, da bi predlagali postopek finančne reorganizacije.

¹² Avtorji sicer priznavajo, da ne poznajo nobene empirične študije, ki bi dokazovala njihovo izvajanje, a so prepričani, da je dovolj teoretičnih razlogov za skepsa.

¹³ »Nismo več v časih gradnje železnic, kjer so tiri sami zase res zgolj kos železa, celotna proga oz. sistem prog pa ustvarja dodano vrednost delujočega podjetja.« (Baird, Rasmussen, 2002: 37).

¹⁴ Nasprotno tezo zagovarja npr. Mednarodni denarni sklad, ki meni, da se je gospodarstvo v zadnjih desetletjih močno spremenilo in da je temeljna vrednost posamezne gospodarske družbe ravno njen človeških kapital, tehnično znanje in izkušnje, kontakti s poslovnimi partnerji in kupci itd. Dodana vrednost delujočega podjetja je torej v takšni obliki premoženja, ki ga ni mogoče enostavno prenesti na drugo družbo. Zato so praktično vse moderne reforme insolvenčnega prava usmerjene v postopke finančne reorganizacije dolžnika in s tem povezano spremembo paradigme iz *ex post* učinkovitih sistemov distribucije premoženja dolžnika med upnike v *ex ante* mehanizme preprečevanja in hitrega saniranja insolventnosti. V praksi je tako finančna reorganizacija samo bolj kompleksen način prodaje delujočega podjetja (Paulus, 2008: 9, in International Monetary Fund, 1999: 13).

¹⁵ Baird v zvezi s tem opozarja, da so bili postopki finančne reorganizacije »izumljeni« z namenom, da se obdrži dodana vrednost delujočega podjetja gospodarske družbe, kadar je ta vrednost večja od likvidacijske vrednosti gospodarske družbe, in ne z namenom, da se spreminjajo predinsolvenčna upravičenja in krši načelo absolutne prednosti pri poplačilu. Dodana vrednost se ohranja s tem, da se ohrani delujoče podjetje dolžnika, in ne s tem, da stari družbeniki obdržijo vsaj del svojega poslovnega deleža v družbi po reorganizaciji, oz. s tem, da se upnike »izsiljuje«, da se v korist starih družbenikov ali upnikov nižjega vrstnega reda odpovedo delu svojih terjatev (Baird, 1986: 139).

¹⁶ Hart, La Porta, Lopez-de-Silanes in Moore menijo, da je temeljna težava strukturiranih pogajanj v postopkih finančne reorganizacije v tem, da nastane problem neločevanja med vprašanjem usode gospodarske družbe in vprašanjem, kako bodo upniki poplačani. Postopek finančne reorganizacije v ZDA namreč temelji tako na glasovanju o tem, kako reorganizirati gospodarsko družbo, kot tudi na glasovanju o tem, kolikšnemu deleže terjatev se mora posamezni razred upnikov odpovedati. Istočasna pogajanja oz. odvisnost dogovora o reorganizaciji, ki povezuje tako vprašanje učinkovitosti nadaljevanja poslovanja kot vprašanje distribucije premoženja dolžnika med upnike, nujno vodi v neučinkovite rešitve, saj na odločitev upnikov pretežno vpliva vprašanje distribucije premoženja (tako dinamika kot odstotek poplačila) med posamezne razrede in se pri tem zanemarija vprašanje učinkovitega odločanja o usodi dolžnika oz. njegovega podjetja (Hart et al., 1997: 463).

¹⁷ Gl. tudi Jackson, 2001; Jensen, 1996; Easterbrook, 1996; Aghion et al., 1994.

¹⁸ Gl. tudi kritike McCormack, 2008: 99, in LoPucki, 2003. LoPucki tako navaja, da je bil v 80. letih 20. st. postopek finančne reorganizacije končan s prodajo podjetja v manj kot 20 % primerov. V letu 2002 je ta odstotek znašal že 75 %.

¹⁹ Avtorja sta tako menila, da ima reorganizacija še vedno določene prednosti pred prodajo celotnega delujočega podjetja na javni dražbi. Te prednosti se jasno pokažejo predvsem v času finančnih kriz, ko gospodarske družbe zaidejo v težave zaradi splošnih makroekonomskih značilnosti, kar pomeni, da bo premoženje insolventnega dolžnika na trgu podcenjeno in obstaja dobra možnost, da ne bo prešlo v imetništvo tistega, ki premoženje dejansko najvišje ceni, ampak tistega, ki to trenutno lahko kupi. Sredstva posameznega dolžnika so pogosto zelo specifične narave in jih je mogoče uporabiti za zelo ozke namene, kar pomeni, da so takšna sredstva v postopkih zaradi insolventnosti zanimiva zgolj za konkurentne dolžnika. Pogosto se zgodi, da so tudi konkurenti dolžnika v finančnih težavah, saj v finančne težave pogosteje zaidejo gospodarske družbe v panogah, ki so v nekem časovnem obdobju v krizi. Posledično bodo konkurenti, torej tisti, ki premoženje dolžnika dejansko najvišje vrednotijo, težko zbrali sredstva za nakup teh sredstev.

²⁰ Gl. tudi White, 2005.

²¹ Zelo podobno kritiko javnih dražb oz. podobne razloge o tem, zakaj javne dražbe ne bi delovale, navajata tudi Skeel, 1993: 477 in nasl.; ter White, 2005: 28.

²² Javne dražbe zato lahko delujejo dobro predvsem pri javnih delniških družbah, kjer obstaja večja stopnja dolžnosti razkrivanja informacij pri poslovanju družbe in imajo posledično potencialni kupci bistveno več informacij kot pri majhnih nejavnih družbah. Javne delniške družbe so pogosto srednje in velike gospodarske družbe. Pri teh *Aghion et al.* opozarjajo, da so javne dražbe neprimerne, ker zahtevajo prevelik obseg kapitala, ki ga potencialni kupci zelo težko zagotovijo (*Aghion et al.*, 1992: 855).

²³ Pojem »trg limon« je prvi uporabil nobelov nagrajenec *George Akerlof* v svojem znamenitem članku: *The market of lemons*. V članku je *Akerlof* prikazal problematiko »napačne ali neustrezne« izbire (stanje na trgu, kjer obstaja večja verjetnost, da bo prodajalec z manj kakovostnim produktom uspešnejši od kakovostnih produktov, čeprav se oba prodajata po isti ceni), ki se pojavi kot posledica stanja na trgu, kjer ima prodajalec bistveno več podatkov o kakovosti produkta kot kupec. *Akerlof* opozarja, da v kolikor ni zasebnopravnih ali javnopravnih rešitev lahko zaradi asimetrije ter negativne izbire pride celo do propada trga. Takšno tržno situacijo *Akerlof* poimenuje trg limon. Več o tem glej *Akerlof*, 1970; ali *Cepec*, 2009.

²⁴ Trditev *Harta* sicer ni najbolj točna. Dober primer zato je Švedska. Gl. *Couwenberg*, 2001: 5. Po drugi strani pa je tudi res, da Evropska komisija državam članicam predlaga, da uvedejo postopke finančne reorganizacije, ki so podobni ameriškemu modelu. Gl. *European Commission*, 2014.

²⁵ Zaradi pomanjkljivosti javnih dražb in klasičnih postopkov finančne reorganizacije so *Hart et al.* predstavili teorijo večkratnih javnih dražb. Pri večkratni dražbah bi najprej vse terjatve upnikov preoblikovali na skupni imenovalec, ki ga imenujejo reorganizacijska pravica. Nato bi izvedli prvo (notranjo) dražbo, kjer lahko dajejo ponudbe zgolj obstoječi upniki, ki lahko od preostalih upnikov odkupijo te preoblikovane pravice. Cena za posamezno reorganizacijsko pravico je v prvi vrsti odvisna od senioritete (položaja) posamezne terjatve, ki se skriva za reorganizacijsko pravico. Druga dražba bi bila javna dražba, na kateri bi lahko sodelovali vsi zainteresirani in bi lahko od obstoječih upnikov odkupili reorganizacijske pravice. Namen druge dražbe je zgodnje poplačilo upnikov in pritek dodatnega kapitala v družbo, ki se delno uporabi za poplačilo upnikov, ki jim bodisi ni uspelo ali niso hoteli prodati svojih reorganizacijskih pravic. Postopek se konča z glasovanjem imetnikov reorganizacijskih pravic o tem, ali naj se družba likvidira ali reorganizira. O podrobnostih ideje gl. *Hart et al.*, 1997: 463 in nasl.

²⁶ Gl. zelo odmeven članek o t. i. *Super Chapter 11* v *Miller, Stiglitz*, 2010.

²⁷ Po *Hartovem* mnenju je *Bebchukova* shema odlična zamisel, saj noben manj zavarovan razred upnikov ne more očitati bolj zavarovanemu, da je dobil manj, kot bi moral, saj lahko vedno odkupi nominalno vrednost dolga bolj zavarovanega upnika in tako vstopi v njegov položaj. Shema ima tudi pomanjkljivost, tj. da lahko manj zavarovani razredi upnikov opcijo unovčijo samo tako, da delež bolj zavarovanih odkupijo z denarjem, kar pa lahko predstavlja resen likvidnosti problem za manj zavarovane upnike, ki morajo ta denar nekako zagotoviti. Kot alternativo zato *Hart* predlaga, da bi sodišče oz. insolventni upravitelj omogočil trgovanje z opcijami in novimi delnicami in bi tako manj zavarovanim upnikom omogočil, da svoje opcije prodajo ter se s tem vsaj delno poplačajo (*Hart*, 1999: 14).

²⁸ To rešuje predvsem potencialni problem starih družbenikov, ki menijo, da bi bila učinkovito reorganizirana družba vredna bistveno več, kot je imela stara družba prej dolga. Tudi v tem modelu bi imeli stari družbeniki opcijo, da (po tem, ko je razviden načrt finančne reorganizacije in preden novi družbeniki o njem glasujejo) lahko odkupijo poslovne deleže novih družbenikov, in sicer v takšnem obsegu, kot so bili prej sami družbeniki. Cena za odkup novega poslovnega deleža pa je enaka terjatvi dolžnika – novega upnika.

²⁹ Gl. npr. LoPucki, 1992; Korobkin, 1993; Warren, 1992; in Rasmussen, 1994.

³⁰ Angl. chameleon equity firm.

³¹ *Bufford* opozarja, da so v ZDA že leta 1930 bankam in zavarovalnicam ravno iz tega razloga prepovedali, da bi bile lastnice večjega odstotka poslovnih deležev v gospodarskih družbah, ki niso banke ali zavarovalnice. Podobno ureditev pozna tudi Zakon o bančništvu (Uradni list RS, št. 99/2010-UPB5 (52/2011 popr.), 9/2011 (ZPlaSS-B), 35/2011, 59/2011, 85/2011, 48/2012, 105/2012, 56/2013, 63/2013 (ZS-K) in 96/2013), ki v pododdelku 4.5.6 ureja omejitve bank pri naložbah v kvalificirane deleže v osebah nefinančnega sektorja. V skladu z zakonom kvalificiran delež banke v posamezni osebi nefinančnega sektorja ne sme presegati 15 % njenega kapitala, vsota vseh kvalificiranih deležev banke v osebah nefinančnega sektorja pa ne sme presegati 60 % njenega kapitala. Kot izjemo od tega pravila zakon sicer določa naložbe, ki jih v prvih treh letih od pridobitve banka pridobi začasno, namesto izpolnitve denarne obveznosti pravne osebe v postopku finančnega prestrukturiranja te osebe.

³² Kot tipične primere opcij, ki bi jih imela družba na voljo, *Rasmussen* navaja: (a) klavzulo *opt in* – upošteva se insolvenčno pravo, (b) klavzulo *opt out* – izključitev uporabe insolvenčnega prava, torej skupnega foruma za poplačilo; uporablja se izključno pravila izvršbe; (c) klavzulo o uporabi zgolj stečajnega postopka (ne uporablja se postopkov finančne reorganizacije), (d) skupen forum za vse upnike, razen banke, (e) lastno oblikovan sistem.

³³ Po *Adlerjevem* mnenju imamo do insolvenčnega prava lahko v osnovi dva pristopa, in sicer t. i. klasični pravniški *ex post* sistem, po katerem imamo sistem pravil, ki ureja razmerje med dolžnikom in upniki, po tem, ko postane dolžnik že insolventen. Drugi pristop pa je *ex ante* pogodbeni pristop, pri katerem se upniki z dolžnikom že v času sklenitve dolžniškega razmerja dogovorijo za avtomatičen stečaj v primeru, če družba ne more povrniti svojih dolgov. Čeprav bi to pomenilo, da bi bil uveden stečaj tudi nad družbami, ki so sicer ekonomsko učinkovite, *Adler* meni, da je *ex ante* pogodbeni rešitev učinkovitejša, saj se v insolventnosti vendarle bistveno pogosteje znajdejo ekonomsko neučinkovite družbe, ugotavljanje, ali je družba ekonomsko učinkovita ali ne, pa je izjemno težko, negotovo in predvsem potencialno zelo drago (*Adler*, 1997: 316–348).

³⁴ Teorija je dobila ime po splošni pogodbeni teoriji korporacijskega prava, ki sta jo leta 1999 razvila *Blair* in *Stout*. V skladu s to teorijo družbeniki in upniki niso več primarni deležniki v gospodarski družbi, ampak zgolj eni izmed članov produkcijske ekipe. Več o tem gl. *Blair*, *Stout*, 1999; in *LoPucki*, 2004.

³⁵ *Bowers* pojasnjuje, da ob nastanku poslovnih izgub dolžnik skuša izgubo zmanjševati s prilagoditvijo svojega premoženje novim razmeram. Najprej bo unovčil premoženje, katerega relativna vrednost je zanj, glede na tržno vrednost teh sredstev, najnižja. V svoji aktivni bo torej zadržal premoženje, ki ima zanj najvišjo relativno vrednost v primerjavi s tržno vrednostjo. Več premoženja, kot ga bo moral dolžnik prodati za poravnavo svojih dolgov, več bo sredstev, ki imajo veliko specifično vrednost za dolžnika. To pomeni, da bo vedno večji delež njegovega premoženja nelikviden oz. da bo dolžnik obdržal zgolj premoženje, ki ima največjo vrednost ravno v njegovih rokah. Dolžnik ima po mnenju *Bowersa* zato tako spodbude kot tudi mehanizme, da najbolj učinkovito unovči svoje premoženje. Ob začetku insolventnosti zato v premoženju dolžnika običajno ostane zgolj nelikvidno premoženje oz. premoženje, ki ga je najtežje ali najdražje spremeniti v denar. Več o tem gl. v *Bowers*, 1990: 2124–2141.

Literatura / References

- Adler, B. E. (1993) Financial and Political Theories of American Corporate Bankruptcy, *Stanford Law Review*, 45(2), 1993, pp. 311–346.
- Adler, B. E. (1994) A World without Debt, *Washington University Law Quarterly*, 72(3), pp. 811–829.
- Adler, B. E. & Ayres I. (2000) *A Dilution Mechanism for Valuing Corporations in Bankruptcy*, Research Paper No. 243, Yale Law School, SSRN.
- Aghion, P., Hart, O. D. & Moore, J. (1994) Improving Bankruptcy Procedure, *Washington University Law Quarterly*, 72(3), pp. 811–827.
- Aghion, P., Hart, O. & Moore, J. (1992) The Economics of Bankruptcy Reform, *Journal of Law, Economics and Organization*, 8(3), pp. 523–546.
- Akerlof G. A. (1970) The Market for »Lemons«: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), pp. 488–500.
- Armour, J. (2001) *The Law and Economics of Corporate Insolvency: A Review*, Working paper No. 197 (Cambridge: ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge).
- Baird, D. G. & Rasmussen, R. K. (2002) *The End of Bankruptcy*, The Law School, John M. Olin Law & Economics Working Paper No. 173 (Chicago: University of Chicago).
- Baird, D. G. (1986) The Uneasy Case of Corporate Reorganizations, *Journal of Legal Studies*, 15(1), pp. 127–147.
- Blair, M. M. & Stout L. A. (1999) A Team Production Theory of Corporate Law, *Virginia Law Review*, 85(2), pp. 247–328.
- Bowers, J. W. (1990) Groping and Coping in the Shadow of Murphy's Law: Bankruptcy Theory and the Elementary Economics of Failure, *Michigan Law Review*, 88(7), pp. 2097–2150.
- Bowers, J. W. (1992) Whither What Hits the Fan?, Murphy's Law, Bankruptcy Theory, and the Elementary Economics of Loss Distribution, *Georgia Law Review*, 26(1), str. 27–84.
- Bowers, J. W. (2000), Security Interests, Creditors' Priorities and Bankruptcy, In: Bouckaert B. & De Geest G. (eds) *Encyclopedia Of Law & Economics* (Cheltenham; Northampton: Publishers Edward Elgar and The University Of Ghent).
- Bradley, M. & Rosenzweig, M. (1992) The Untenable Case for CH 11, *The Yale Law Journal*, 101(5), pp. 1043–1095.
- Bufford, S. L. (1994) What is Right About Bankruptcy Law and Wrong About Its Critics, *Washington University Law Quarterly*, 72(3), pp. 829–848.
- Cabrillo, F. & Depoorter, B. W. (2000) Bankruptcy Proceedings, In: Bouckaert, B. & De Geest, G. (eds.) *Encyclopedia Of Law & Economics* (Cheltenham; Northampton: Publishers Edward Elgar And The University Of Ghent).
- Cepec, J. (2009) Asimetrija informacij v pogodbenem pravu, *Lexonomica*, 1(1), pp. 59–74.
- Couwenberg, O. (2001) Survival Rates in Bankruptcy Systems: Overlooking the Evidence, *European Journal of Law and Economics*, 12(3), pp. 253–273.
- Easterbrook, F. (1996) Is corporate bankruptcy efficient?, In: Bhandari, J. S. & Weiss, L. A. (eds.) *Corporate Bankruptcy, Economic and Legal Perspectives*, (Cambridge: Cambridge University Press), pp. 408–414.
- Finch, V. (2009) *Corporate Insolvency Law, Perspectives and Principles* (Cambridge: Cambridge University Press).
- Hart, O. (2000) *Different Approaches to Bankruptcy*, Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1903 (Cambridge: Harvard Institute of Economic Research)

- Hart, O., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Moore, J. (1997) A new bankruptcy procedure that uses multiple auctions, *European Economic Review*, 41(3), pp. 461–473.
- Hausch, D. B. & Ramachandran, S. (2001) Corporate Debt Restructuring: Auctions Speak Louder than Words, In: Claesssen, S. (ed.) *Resolution of financial distress: an international perspective on the design of bankruptcy laws* (Washington, D.C.: World Bank Institute), pp. 91–105.
- International Monetary Fund (1999) *Orderly & Effective Insolvency Procedures, Key Issues* (Washington, D.C.: Legal Department, International Monetary Fund).
- Jackson, T. H. (1996) Translating assets and liabilities to the Bankruptcy Forum, v Corporate Bankruptcy, Economic and Legal Perspectives, In: Bhandari J. S. & Weiss, L. A. (eds.) *Corporate Bankruptcy, Economic and Legal Perspectives* (Cambridge: Cambridge University Press), PP. 58–72.
- Jensen, M. (1996) Corporate control and the politics of finance, v Corporate Bankruptcy, Economic and legal Perspectives, In: Bhandari, J. S. & Weiss, L. A. (eds.) *Corporate Bankruptcy, Economic and Legal Perspectives* (Cambridge: Cambridge University Press).
- Korobkin, D. R. (1992) Contractarianism and the Normative Foundations of Bankruptcy Law, *Texas Law Review*, 71(3), pp. 541–633.
- Korobkin, D. R. (1991) Rehabilitating Values: A Jurisprudence of Bankruptcy, *Columbia Law Review*, 91(4), pp. 717–789.
- Korobkin, D. R. (1996) The Role of Normative Theory in Bankruptcy Debates, *Iowa Law Review*, 82(1), pp. 75–127.
- LoPucki, L. M. (2003) The Nature of the Bankrupt Firm: A Response to Baird and Rasmussen's »The End of Bankruptcy«, *Stanford Law Review*, 56(3), pp. 645–671.
- McCormack, G. (2008) *Corporate rescue law – an Anglo-American perspective* (Cheltenham: Edward Elgar Publishing).
- Miller, M. H. & Stiglitz, J. E. (2010) Leverage and Asset Bubbles: Averting Armageddon with Chapter 11?, Nber Working Paper Series, Working Paper 15817.
- Paulus, A. (2008) *A Vision of the European Insolvency Law*, Eighth Annual International Insolvency Conference, Humboldt University, Berlin, Germany.
- Rasmussen, R. K. & Skeel, D. A. (1995), The Economic Analysis of Corporate Bankruptcy Law, *American Bankruptcy Law Review*, 3(1), pp. 85–115.
- Rasmussen, R. K. (1994) The Ex Ante Effects of Bankruptcy Reform on Investment Incentives, *Washington University Law Quarterly*, 72(3), pp. 1159–1212.
- Rasmussen, R. K. (1992) Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy, *Texas Law Review*, 71(1), pp. 51–121.
- Schwartz, A. (1997/98) A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy, *Yale Law Journal*, 107, pp. 1807–1853.
- Schwartz, A. (2005) A Normative Theory of Business Bankruptcy, *Virginia Law Review*, 91(5), pp. 1199–1265.
- Schwartz A. (1989) A Theory of Loan Priorities, *Journal of Legal Studies*, 18, pp. 209–261.
- Schleifer, A. & Vishny, R. W. (1992) Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach, *The Journal of Finance*, 47(4), pp. 1343–1366.
- Skeel, D. A. (2003) Creditors' Ball, The »New« New Corporate Governance in Chapter 11, *University of Pennsylvania Law Review*, 152(2), pp. 917–951.
- Skeel, D. A. (1993) Markets, Courts and the Brave New World of Bankruptcy Theory, *Wisconsin Law Review*, 1993(2), pp. 465–523.
- Warren, E. (1992) The Untenable Case for Repeal of Chapter 11, *The Yale Law Journal*, 102(2), pp. 437–479.

- Warren, E. & Westbrook W. (2001) *The Law of Debtors and Creditors* (New York: Aspen Law & Business).
- White, M. J. (2001) Bankruptcy Procedure in Countries Undergoing Financial Crises, In: Claessens, S (ed.) *Resolution of financial distress: an international perspective on the design of bankruptcy laws* (Washington D.C.: World Bank Institute, World Bank), pp. 25–43.
- White, M. J. (2005) *Economic Analysis of Corporate and Personal Bankruptcy and Law*, National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper 11536.
- Wohlschlegel, A. (2002) *The Economics of Corporate Bankruptcy Law*, PhD Dissertation, (Heidelberg: Heidelberg University).