

**Др Ахмедин Лекпек,\***  
Доцент,  
Департман за економске науке,  
Државни Универзитет у Новом Пазару

ПРЕГЛЕДНИ НАУЧНИ РАД  
10.5937/zrpfno-33013

UDK: 347.735  
336.77

Рад примљен: 05.07.2021.  
Рад прихваћен: 23.09.2021.

## **ЕКОНОМСКИ ЕФЕКТИ ЗАШТИТЕ ПРАВА КРЕДИТОРА**

**Апстракт:** Спремност кредитора да задовоље кредитну тражњу становништва и привреде под обострано прихватљивим условима директно зависи од степена правне заштите коју кредитори уживају. Овај рад се бави питањем заштите права кредитора и инструментима који се за ту сврху користе. Циљ рада је да се сагледају економски ефекти који настају као последица примене инструмената заштите права кредитора, а који утичу како на финансијски положај кредитора, тако и на финансијски положај дужника, и стабилност и ефикасност финансијског и привредног система у целини. Резултати истраживања показују да постојање адекватног нивоа заштите права кредитора има снажан позитиван утицај на величину и активност кредитног тржишта, да примена различитих инструмената заштите права кредитора може изазвати како позитивне, тако и негативне ефекте по саме кредиторе, и да претерано висок ниво заштите кредитора може значајно погоршати положај дужника, а последично, у дугом року, и положај самих кредитора.

**Кључне речи:** кредитори, заштита права кредитора, дужници, колатерал, ковенанте, валутна клаузула, осигурање кредитног потраживања.

---

\* alekpek@np.ac.rs

## 1. Увод

Адекватна правна регулисаност кредитних односа и постојање институционалног окружења које гарантује остваривање права и извршење обавеза насталих у тим односима је *conditio sine qua non* привредне и друштвене стабилности и ефикасности финансијског система, како на националном, тако и на глобалном нивоу. О историјском значају овог питања говори чињеница да је законска регулација кредитних односа била зачетак законодавне праксе многих славних цивилизација<sup>1</sup> (Homer, Sylla, 2005: 3).

У кредитни однос су укључени *кредитор (поверилац)* и *дужник*, као уговорне стране, и *суд*, који треба да осигура спровођење одредаба уговора у случају спора између уговорних страна (Padilla, Requejo, 2000: 7). Иако закони гарантују одређена права и кредиторима и дужницима, ипак се не може рећи да су они у егалитарном положају. Наиме, кредитори су углавном финансијски моћнији и друштвено утицајнији, па су стога у прилици да утичу на владајуће структуре и, самим тим, на креирање услова пословања по њиховој мери (наведено према Лазић, 2016: 55). Зато су у фокусу стручне и академске јавности чешће права кредитора него права дужника. Заштита права кредитора има две димензије: *прву*, која се тиче особе<sup>2</sup> чије се деловање усмерава подстицајима или правним лековима, и *другу*, која се тиче самих подстицаја и правних лекова, а реализује се путем уговора и закона (наведено према Adler, Kahan, 2013: 1776).

Овај рад се бави питањем заштите права кредитора и инструментима који се за ту сврху користе. Циљ рада је да се сагледају економски ефекти који настају као последица примене инструмената заштите права кредитора, а који утичу како на финансијски положај кредитора, тако и на финансијски положај дужника, и стабилност и ефикасност финансијског и привредног система у целини. Рад је структуриран на следећи начин. У другом делу рада је анализирана међузависност обима кредитне активности и нивоа заштите права кредитора. У трећем делу је разматрано на који начин заштита права кредитора утиче на положај дужника. У четвртном делу су наведени кључни инструменти заштите права кредитора, као и принципи и ефекти њихове имплементације. У закључку су дати резиме спроведеног истраживања, ограничења и могућности за даља истраживања на ову тему.

---

1 Кредитним односима су се бавили и закони које су доносили *Хамураби* у Вавилону и *Солон* у античкој Атини (Homer, Sylla, 2005: 3).

2 Углавном је у питању дужник, али се може радити и о другим физичким и правним лицима (детаљније Adler, Kahan, 2013: 1776–1777).

## 2. Утицај заштите права кредитора на кредитну активност

Права кредитора се деле у две категорије: *имовинска права*, у која спадају право на наплату, продају и обезбеђење потраживања, као и на учешће у расподели ликвидационе масе, и *управљачка права*, која обухватају права контроле над пласираним кредитом, заложеном имовином, пословањем и, коначно, процесом стечаја дужника (детаљније Васиљевић, 2015: 18–197). Поред тога, постоји и подела на *примарна права*, где спадају право на извршење уговора и наплату одштете у случају неизвршења, и *секундарна*, односно *додатна права*, која кредиторима омогућавају да уклоне препреке, очувају и унапреде изгледе за наплату потраживања (детаљније Radović, Tesić, 2015).

Интензитет кредитне активности одређују два фактора: информисаност и снага кредитора (Djankov, McLiesh, Shleifer, 2007: 300). Кредитни однос је оптерећен проблемом асиметричне информисаности уговорних страна о финансираном пословном подухвату. Последице асиметричне информисаности су ограничена могућност ваљане процене кредитних захтева од стране кредитора, што може довести до *негативне селекције*, као и ограничена могућност контроле над коришћењем пласираног кредита, услед чега може доћи до појаве *моралног хазарда* (детаљније Stiglitz, Weiss, 1981). Тиме се демотивише кредитна активност и новац постаје скуп и тешко доступан. Проблем асиметричне информисаности још интензивније погађа кредиторе који тек планирају да уђу на конкретно финансијско тржиште и може демотивисати њихов улазак (наведено према Dell'Ariccia, Friedman, Marquez, 1999: 530). Постојећи кредитори су боље информисани о кредитном бонитету зајмотражилаца, па код нових кредитора постоји бојазан да ће њихови зајмотражиоци бити углавном они које су постојећи кредитори одбили као ризичне (наведено према Dell'Ariccia, Friedman, Marquez, 1999: 516, 530).

На услове кредитирања утичу и претходна искуства кредитора и њихова способност надзора над пласираним кредитима. Наиме, кредитори који су имали искуство неизвршавања кредитних обавеза од стране дужника, касније су поштравали кредитне услове чак и зајмотражиоцима који нису били из истог подручја или сектора (Murfin, 2012: 1597). С друге стране, кредитори са развијеном способношћу надзора могу себи дозволити ублажавање услова кредитирања (наведено према Coleman, Sharpe, Esho, 2002: 17).

На перципирани ниво асиметричне информисаности утиче и величина и финансијска снага зајмотражилаца. Велика и успешна предузећа се сматрају мање ризичним зајмотражиоцима, не само због финансијске

снаге која им обезбеђује висок кредитни бонитет, већ и због њихове тежње да испуњавањем преузетих обавеза очувају добру репутацију и снажну преговарачку позицију (наведено према Strahan, 1999: 21). С друге стране, брзорастућа предузећа не могу да рачунају на кредитирање под подједнако повољним условима, што може знатно успорити њихов раст (Binks, Ennew, 1996: 17), али штетити и привредном развоју. Ова предузећа не располажу адекватном материјалном имовином (Strahan, 1999: 21), већ су њихови кључни ресурси знање и идеје које тек треба да се реализују и донесу резултате<sup>3</sup>.

Проблем асиметричне информисаности може бити значајно ублажен креирањем дугорочних пословних односа кредитора и зајмотражилаца, на обострану корист. Истраживања су показала да је шанса за добијање кредита 14 пута већа код кредитора са којим су успостављени чврсти пословни односи у односу на остале кредиторе (наведено према Bharath, Dahiya, Saunders, Srinivasan, 2007: 368). Такође, већа је вероватноћа и да ће кредитори зајмотражиоцима са којима дугорочно сарађују одобрити кредите у већем износу, дуже рочности, без залогe и уз нижу камату (наведено према Bharath, Dahiya, Saunders, Srinivasan, 2011: 1195, 1197).

Снага кредитора се огледа у његовој способности наплате потраживања и евентуалног преузимања колатерала и контроле над предузећем-дужником (Djankov, McLiesh, Shleifer, 2007: 300). Његова снага је значајно условљена степеном правне заштите коју ужива. Постојање ваљаних законских решења и ефикасних институција које их имплементирају и осигуравају реализацију кредитних уговора, унапређује правну заштиту кредитора и доводи до повећања њихове кредитне активности (наведено према Galindo, Micco, 2007a: 415). Сходно томе, земље у којима постоји висок ниво заштите кредитора имају значајно веће кредитно тржиште у односу на земље где то није случај (наведено према Galindo, 2001: 17). Истраживања су показала да би се у земљама са недовољним нивоом заштите кредитора, конкретно у јужноамеричким земљама, удео кредита у бруто друштвеном производу дуплирао уколико би достигле ниво заштите кредитора који пружају развијене земље (Galindo, 2001: 17). На разлику у величини кредитног тржишта земаља са различитим нивоом заштите кредитора утиче и то што су страни кредитори спремни да уђу само на тржишта оних земаља у којима би уживали висок ниво заштите (наведено према Qian, Strahan, 2007: 2804).

---

3 Из тог разлога, брзорастућа предузећа у првим фазама развоја ретко користе кредитно финансирање и углавном се финансирају на бази ризичног капитала (*venture capital*) и сличних иновативних извора финансирања (деталније Лекпек, 2016).

Осим што утиче на обим кредитирања, ниво заштите кредитора утиче и на стабилност кредитирања, која се огледа кроз отпорност кредитног тржишта на утицај спољних шокова<sup>4</sup> (наведено према Galindo, Micco, 2007a: 433). Виши ниво заштите кредитора доводи и до побољшања услова кредитирања, у смислу пласирања јефтинијих и дугорочнијих кредита (Qian, Strahan, 2007: 2830; Lin, Ma, Malatesta, Xuan, 2011: 22). Такође, узрокује и смањење разлике у доступности кредита великим и малим предузећима<sup>5</sup> (Galindo, Micco, 2007b: 20).

Ниво заштите кредитора не зависи само од привредне развијености и ефикасности правних институција конкретне земље, већ и од примењеног правног система. Наиме, у земљама у којима је заступљена пракса обичајног права, постоји знатно виши ниво заштите права кредитора у односу на земље где је успостављена пракса француског грађанског права, што је директно утицало на различит ниво развијености финансијског тржишта у овим земљама (наведено према La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997: 1149; Djankov, McLiesh, Shleifer, 2007: 325–326).

### 3. Утицај заштите права кредитора на положај дужника

Заштита права кредитора може достићи претерано висок ниво и имати негативне последице (Arping, 2014: 18), пре свега по дужника, али и по друштво у целини. Чињеница је да финансијска снага и друштвени утицај омогућавају кредиторима да имају далеко више права него обавеза (детаљније Васиљевић, 2015: 213–232). Кредитни уговори су стандардизовани, „састављају се брзо“ и не остављају могућност избора зајмотражиоцима, „осим прихватања услова које је друга уговорна страна поставила“ (наведено према Slawson, 1971: 556). Захваљујући својој „економски доминантној позицији“, кредитори, углавном оличени у „великим банкарским корпорацијама“, имају могућност диктирања уговорних услова, који су често неправедни и по дужника штетни<sup>6</sup> (Лазих, 2016: 55). Кредитори чак могу вршити притисак на зајмотражиоце да

---

4 У неким случајевима, стабилност кредитног тржишта се у време снажног утицаја спољних шокова одржала захваљујући високом нивоу јавног задуживања, као што је то био случај у Републици Србији у првим годинама светске финансијске кризе (детаљније Domazet, Vuković, 2015).

5 У земљама са високим нивоом заштите кредитора, превасходно у земљама где је заступљено обичајно право, удео кредитно финансираних пројеката великих предузећа је за 9% већи од удела кредитно финансираних пројеката малих предузећа, док у осталим земљама та разлика износи 25% (Galindo, Micco, 2007b: 20).

6 У Републици Србији је тек доношењем Закона о заштити корисника финансијских услуга 2011. године забрањена пракса банака да самовољно повећавају каматне стопе,

прихвате кредитне услове којима се директно крше њихова законом гарантована права<sup>7</sup>.

Кад се у улози дужника нађе предузеће, пре свега корпорација, може се говорити о утицају заштите права кредитора на положај три интересне групе: менаџера, акционара (власника) и запослених. Пословање кредитираних предузећа потпада под контролу кредитора (види Reschepino, 1988), па је, самим тим, слобода менаџера у управљању предузећем ограничена. То ограничење је нарочито приметно кад је у питању слобода управљања новчаним токовима (Jensen, 1986: 323).

Акционари пак често не могу остварити адекватан ниво контроле над деловањем менаџера, па им контрола коју спроводе кредитори може бити веома корисна (наведено према Narveu, Lins, Roper, 2004: 27). Тако контролом над управљањем новчаним токовима, кредитори могу спречити менаџере да улажу у дубиозне пројекте који би могли бити штетни по пословни успех и тржишну позицију предузећа (упореди са Heaton, 2002: 35). С друге стране, ниво заштите кредитора утиче и на финансијску позицију акционара. Наиме, што је слабија заштита кредитора, то ће они више инсистирати на рестриктивнијој политици исплате дивиденди<sup>8</sup> (Brockman, Unlu, 2009: 297). Такође, ниво исплата дивиденди је обрнуто пропорционалан обиму коришћења кредита и, самим тим, утицају који кредитор има на дужника (наведено према Allen, Gottesman, Saunders, Tang, 2012: 593). На обим и услове коришћења кредита утиче и структура власништва. Предузећа са високим нивоом инсајдерског власништва<sup>9</sup> ређе користе кредитно финансирање (наведено према Jensen, Solberg, Zorn, 1992: 261). С друге стране, предузећа са ниским нивоом права акционара могу добити и до 25% јефтинији кредит у односу на предузећа у којима акционари уживају висок ниво права<sup>10</sup> (наведено према Chava, Livdan, Purnanandam, 2009: 3002).

---

често водећи се субјективним параметрима и позивајући се на сопствену пословну политику (детаљније Хибер, Живковић, 2015).

7 Закон о заштити корисника финансијских услуга (чл. 7, ст. 3) је строго забранио поменуту праксу (наведено према Дудаš, 2016: 558).

8 Вероватноћа исплате дивиденди је за 70% већа код предузећа која послују у земљама у којима постоји висок ниво заштите права кредитора у односу на предузећа која послују у по кредитора неповољнијем окружењу (Brockman, Unlu, 2009: 298).

9 Односи се на учешће менаџера и осталих запослених у власништву над предузећем.

10 Предузећа са ниским нивоом акционарских права се сматрају мање ризичним, услед мање вероватноће да може доћи до екстерног преузимања (наведено према Chava, Livdan, Purnanandam, 2009: 3002).

Кад су у питању запослени, истраживања показују да растом њихове преговарачке моћи у предузећу, расте цена по којој су кредитори спремни да финансирају њихово предузеће (Falato, Liang, 2016: 2547). С друге стране, у периоду кризе пословања и угрожене способности враћања кредита, често су запослени први на удару, јер је смањење плата и отпуштање једна од главних ставки финансијске консолидације задужених предузећа (наведено према Falato, Liang, 2016: 2549). На крају, страх од неповољног деловања кредитора могу искористити и сами менаџери, како би јачали сопствену преговарачку позицију и отпуштали запослене или смањивали плате, „пребацујући кривицу на кредитора“ и тако не угрожавајући „радни морал запослених и перцепцију о правичним радним односима“ (наведено према Falato, Liang, 2016: 2550).

## **4. Инструменти заштите права кредитора**

### ***4.1. Колатерал***

Колатерал представља покретну и непокретну имовину дужника над којом кредитор може преузети власништво у случају да дужник не изврши кредитне обавезе (видети Закон о заложном праву на покретним стварима и правима уписаним у регистар, члан 2; Закон о хипотеци, члан 2). На основу приложеног колатерала, могуће је проценити финансијски положај, али и спремност дужника да се у потпуности посвети успеху финансираног пројекта (наведено према Вебцзук, 2003: 22–23). На тај начин се ублажава дејство проблема асиметричне информисаности кредитора и дужника (Chen, 2006: 13; Сосо, 2000: 209). Колатерал може бити у експлицитном облику, у виду конкретне приложене имовине, или у имплицитном облику, у смислу контроле над имовином, пословањем и додатним задуживањем дужника током трајања кредитног аранжмана (наведено према Rampini, Viswanathan, 2013: 469). Да ли ће и у којем обиму кредит бити колатерализован, директно зависи од преговарачке моћи кредитора (Chen, 2006: 13). Такође, захтевани ниво колатерализованости кредита расте са растом тржишних каматних стопа, опадањем бруто друштвеног производа (Jimenez, Salas, Saurina, 2006: 279) и растом ризичности зајмотражиоца (Benmelech, Bergman, 2009: 358). Колатерал доноси користи како кредиторима, у виду ублажавања дејства преузетог кредитног ризика, тако и зајмотражиоцима, услед могућности повољнијег и обимнијег кредитирања (наведено према Benmelech, Bergman, 2009: 358).

Међутим, претерано фокусирање на колатерал приликом разматрања кредитних захтева може имати неповољне последице по кредитора. Вредне колатерале често прилажу зајмотражиоци које карактерише

низак ниво аверзије према ризику (наведено према Stiglitz, Weiss, 1981: 402). Стога, растом удела колатерализованих кредита у кредитном портфолију расте ризичност тог портфолија, па самим тим и ризичност самог кредитора (наведено према Berger, Udell, 1990: 41). Такође, кредитори често нису способни да прецизно процене разлику у квалитету колатерала различитих зајмотражилаца, што је нарочито изражено у периоду високе кредитне активности и што у случају појаве екстерних шокова кредиторе чини додатно угроженим<sup>11</sup> (наведено према Gorton, Ordonez, 2014: 368).

#### 4.2. Ковенанте

Ковенанте представљају кредитне уговорне одредбе уз помоћ којих кредитор контролише и усмерава пословање „предузећа-дужника с циљем да минимизира кредитни ризик“ и којима се могу подстицати или забрањивати одређене пословне активности (детаљније Ćirović, 2007: 105). Деле се на *перформансне ковенанте*, које се тичу профитабилности и ефикасности пословања предузећа, и *капиталне ковенанте*, које се односе на структуру и употребу капитала (Christensen, Nikolaev, 2012: 106). Прва категорија ковенанти најчешће се користи код предузећа која имају високу и стабилну профитабилност, док се код предузећа са ниском и нестабилном профитабилношћу углавном користи друга категорија (Demerjian, 2007: 23). Деценијама су ковенанте сматране најјефтинијим инструментом ублажавања дејства кредитног ризика, што се променило тек убрзаним развојем кредитног тржишта (Whitehead, 2008: 644). Пракса је показала да трошкови сигнализирања пословних проблема дужника могу бити елиминисани уколико се примене перформансне ковенанте и спроводи конзервативна рачуноводствена политика у предузећу-дужнику (Levine, Hughes, 2005: 832). Стога, ковенанте могу бити користан инструмент кредитору једино ако рачуноводствени сектор предузећа-дужника даје благовремене информације о економском положају предузећа (Nikolaev, 2010: 164).

Међутим, менаџери предузећа која западну у финансијску кризу, често су склони фризирању резултата пословања, како би се формално испунили критеријуми дефинисани ковенантама (наведено према Sweeney, 1994: 307). Након што кредитори буду упознати с таквим деловањем менаџера кредитираних предузећа, долази до знатног погоршања услова под којима се поменута предузећа могу задуживати (Graham, Li, Qiu, 2008: 60). Поменуте последице сносе сва предузећа која не послују у складу са

11 Управо је то дошло до изражаја настанком хипотекарне кризе у Сједињеним Америчким Државама 2007. године, која се наредне године претворила у светску финансијску кризу.



ковенантама (наведено према Roberts, Sufi, 2009: 1690). Од акционара се пак може очекивати другачије понашање, јер су они често спремни да се делимично или потпуно одрекну дивиденди како не би дошло до кршења ковенанти (Fan, Sundaresan, 2000: 1091).

Ригорозност ковенанти је у негативној корелацији са степеном информисаности кредитора о финансијском положају и пословној пракси зајмотражилаца. Сходно томе, најблаже ковенанте се везују за кредитне уговоре који се склапају са зајмотражиоцима са којима је успостављена дугогодишња пословна сарадња (Gen, Dasgupta, Elkamhi, Pungaliya, 2016: 530). С друге стране, ризична предузећа са slabим развојним изгледима (Demiroglu, James, 2010: 3734) и предузећа о којима кредитор није адекватно информисан могу добити кредит само уз прихватање ригорозних ковенанти (Whitehead, 2008: 652). Истраживања показују да са растом неизвесности, повезаним са кредитирањем ризичних клијената, расте заступљеност финансијских ковенанти у кредитним уговорима (наведено према Demerjian, 2017: 1193).

Ригорозне ковенанте могу имати неповољне последице, превасходно по дужника, а коначно и по кредитора. Последице њиховог наметања могу бити значајан пад обима улагања, ограничавање додатног задуживања (Demiroglu, James, 2010: 3734), као и „ограничавање профитабилних активности“ дужника (Whitehead, 2008: 651). Смањење улагања је нарочито приметно код предузећа која су прекршила финансијске ковенанте (Chava, Roberts, 2008: 2085), при чему се кршење ковенанти углавном и јавља у случајевима када су оне ригорозно постављене (Demiroglu, James, 2010: 3735). Смањење обима улагања и профитабилних активности директно угрожава дужникову способност отплате кредита. На тај начин, уместо да испуне своју функцију и допринесу ублажавању дејства кредитног ризика, ковенанте изазивају његово јачање. Поред тога, нису ретки случајеви да дође до „неизвршења кредитних обавеза од стране дужника без претходног кршења ковенанти, што показује да ковенанте не могу покрити све ситуације“ (Beneish, Press, 1993 наведено у Rajan, Winton, 1995: 1134). Ковенанте кредиторима могу дати значајну моћ, која може бити злоупотребљена. Свесни те могућности, законодавци кажњавају кредиторе који предузимају казнене активности према дужнику пре формалног кршења уговорених ковенанти (Rajan, Winton, 1995: 1135).

### 4.3. Валутна клаузула

„Валутна клаузула је уговарање вредности обавезе у девизама (валута обавезе) у Републици стим што се плаћање и наплаћивање по тим уговорима врши у динарима (валута исплате)“ (Закон о девизном пословању, члан 2). У питању је „уговорна одредба којом је висина новчане обавезе одредива као динарска противвредност одређеног износа стране валуте на дан плаћања“ (Radović, 2021: 181). Основна сврха валутне клаузуле је заштита кредитора од дејства валутног ризика и не може се користити за заштиту од других ризика, попут инфлаторног ризика<sup>12</sup> (Šoškić, 2020: 71; Begović, Ilić, 2017: 27–28). Увођењем валутне клаузуле у кредитне уговоре напуштен је *принцип монетарног номинализма*, где се узима у обзир номинална вредност обавезе, и примењен је *принцип монетарног валоризма*, који подразумева измирење обавезе по њеној реалној вредности (наведено према Marković-Bajalović, 2020: 66, 71). Поједини аутори (Begović, Ilić, 2017: 29–35) наглашавају да економска логика примене принципа монетарног номинализма приликом кредитирања постоји једино у условима нулте инфлације и фиксних девизних курсева.

Висок ниво заштите који пружа валутна клаузула, превасходно страним кредиторима, доводи до повећања заступљености страних кредитора у земљама у којима је она заступљена и до раста њихове кредитне активности (наведено према Попов, 2012: 22). Тај, на први поглед, позитиван ефекат увођења валутне клаузуле доноси и изузетно негативне последице. Наиме, доминација кредита са валутном клаузулом значајно умањује могућност домаће централне банке да ефикасно спроводи монетарну политику (наведено према Попов, 2012: 23). С обзиром на то да су поменути кредити везани за кретање EURIBOR-а, централна банка не може да утиче на овај тип кредитне активности променом сопствене референтне каматне стопе (Šoškić, 2020: 78). Поред тога, у тим условима централној банци је отежано таргетирање инфлације, пошто јача зависност нивоа цена од висине девизног курса (Šoškić, 2020: 78). На крају, постојање значајног броја дужника задужених кредитима који садрже валутну клаузулу може бити фактор притиска на владајуће структуре да спрече пад курса националне валуте, чиме се спречава раст њихових обавеза изражених у локалној валути, али на штруб конкурентности националне привреде (наведено према Попов, 2012: 33).

Осим по ефикасност монетарне политике и конкурентност привреде, кредити индексирани у страниој валути могу бити штетни и по њихове

---

12 Беговић (2016) наводи да таква погрешна перцепција валутне клаузуле постоји код Слијепчевића (2016).

кориснике. Зајмотражиоци често нису свесни висине ризика и могућих последица узимања кредита који садрже валутну клаузулу, попут наглог раста девизног курса и повећања рате кредита изражене у домаћој валути до износа који они нису у стању да финансијски поднесу.<sup>13</sup> Негативне последице сnose и кредитори, који, активним коришћењем валутне клаузуле као инструмента заштите од валутног ризика, потенцијално излажу себе снажном дејству кредитног ризика (деталније Šoškić, 2020: 75–77).

#### **4.4. Осигурање кредитног потраживања**

Осигурањем кредитног потраживања, кредитори преносе ризик неизвршења кредитне обавезе од стране дужника на осигуравача, плаћајући притом договорени износ премије осигурања. На тај начин, кредитори су заштићени од губитака који би настали у случају немогућности наплате потраживања (наведено према Passalacqua, 2006: 87). Последица те заштите је спремност кредитора да повећа кредитну активност и смањи цену кредитирања (наведено према Soumagé, 2010: 106). Заступљеност овог вида осигурања директно је условљена текућим привредним кретањима и фазама привредног циклуса (Clipici, 2013: 44).

Кад су у питању дужници, пракса осигурања кредитног потраживања може по њих бити неповољна јер се обавеза плаћања премије поменутог осигурања пребацује на терет дужника, што коришћење кредита чини скупљим, а притом нису уважени интереси дужника, чак и кад је у питању динамика плаћања премије (наведено према Petrović-Tomić, 2017: 108–109).

---

13 Најочитији пример који иде у прилог овој тврдњи су тешке финансијске последице које су поднели корисници кредита индексираних у швајцарским францима након одлуке швајцарске централне банке да одустане од политике фиксног девизног курса и наглог раста вредности швајцарског франка изражене у еврo до којег је потом дошло. Након појаве наведеног проблема, поставило се питање легалности валутне клаузуле у случају тих кредита. Сматра се да се корисници кредита индексираних у швајцарским францима, приликом оспоравања права кредитора на наплату значајно увећаних рата кредита, могу позвати на битно промењене околности и чињеницу да их кредитор није адекватно информисао о висини ризика који преузимају задуживањем на овај начин (наведено према Marković-Bajalović, 2020: 108–109; Radović, 2021: 186). С друге стране, постоји и мишљење се на основу доступних информација о кретању девизних курсева у прошлости могла предвидети могућност наглог раста курса швајцарског франка, па се стога корисници поменутих кредита не могу позивати на промењене околности као аргумент у прилог оспоравања легалности ових кредита (Беговић, 2016: 50).

## 5. Закључак

Кредитори су спремни да изађу у сусрет кредитним захтевима клијената уколико су адекватно информисани о самом зајмотражиоцу и сврси кредитирања, а њихова права, која им кредитни уговор и закони гарантују, заштићена. Управо због неједнаке информисаности кредитора и зајмотражилаца јача потреба за високим нивоом заштите права кредитора. Земље у којима је ниво те заштите адекватан, карактерише постојање развијеног кредитног тржишта, отпорног на ударе екстерних шокова. Пракса је показала да су то углавном земље у којима се следи модел обичајног права.

Заштита права кредитора има директне последице на положај дужника. Некада кредитори могу да злоупотребе висок ниво заштите који имају и да диктирају услове кредитирања који су веома штетни по дужнике, што посебно одликује земље са ниским животним стандардом и неадекватном заштитом права дужника. У ситуацији кад су предузећа дужници, заштита права кредитора различито утиче на *менаџере*, чије деловање кредитори контролишу на основу уговорних одредби, *акционаре*, којима контролом менаџмента кредитори често раде у прилог, али истовремено могу и угрозити њихов финансијски положај инсистирањем на увођењу рестриктивне политике исплате дивиденди, и *запослене*, на чију преговарачку моћ у предузећу кредитори не гледају благонаклоно, јер може спречити евентуално увођење политике штедње коју предузеће-дужник треба да спроведе.

Кредиторима су у пракси доступни различити инструменти којима штите своја уговором и законом гарантована права, а чија примена може имати и негативне последице по уговорне стране. *Колатерал* омогућава кредитору да анулира или бар ублажи губитак који настаје када дужник не изврши кредитну обавезу, али истовремено претерано фокусирање на колатерал може довести до креирања високоризичног портфолија. *Ковенантима* кредитор контролише пословање и финансирање дужника, али њихова превише ригидна примена може ограничити профитабилне активности дужника и угрозити њихову кредитну способност. *Валутна клаузула* штити кредитора од неповољног дејства промене девизног курса, али истовремено валутним ризиком оптерећује дужника и, потенцијално, појачава изложеност кредитора дејству кредитног ризика. *Осигурањем кредитног потраживања* кредитор се ослобађа ризика наплате кредитног потраживања, али истовремено терет плаћања премије осигурања пребацује на дужника, под по њега неповољним условима.

Легитимност захтева кредитора да заштите своја права и спремности законодаваца и спроводилаца закона да те захтеве уваже, не може се довести у питање. Да би кредитори ефикасно нападали привреду и друштво неопходним финансијским средствима, морају бити сигурни да ће остварити бенефите који им се обећавају. Међутим, истовремено не смеју занемаривати права и интересе зајмотражилаца, чије је задовољење неопходно за постизање привредне и друштвене равнотеже. Стабилно и снажно кредитно тржиште не може постојати без правно заштићених и економски стабилних дужника.

Питање утицаја заштите права кредитора на кредитну активност у овом раду је обрађено кроз анализу великог броја релевантних научних извора. Међутим, приметан је дефицит литературе која се на систематичан начин, кроз квалитетна емпиријска истраживања, бавила овим питањем на примеру Републике Србије. Тренутно је закључке о међузависности степена развијености домаћег кредитног тржишта и заштићености кредитора који на њему послују могуће извести само на основу искустава других земаља за које је наведена међузависност емпиријским истраживањем тестирана. Да би се овај проблем превазишао, препорука је да будућа истраживања која се буду бавила правима и активностима кредитора у Републици Србији, емпиријским путем утврде ниво утицаја заштите права кредитора на обим кредитне активности. На основу тако добијених резултата могу се понудити корисне препоруке креаторима и имплементаторима законских решења која третирају ово питање, и сагледати могућности за унапређење функционисања кредитног тржишта и кредитних односа у Републици Србији.

### **Литература и извори**

Adler, B. E., Kahan, M. (2013). The technology of creditor protection. *University of Pennsylvania Law Review*. 161 (7). 1773–1814.

Allen, L., Gottesman, A., Saunders, A., Tang, Y. (2012). The role of banks in dividend policy. *Financial Management*. 41 (3). 591–613.

Arping, S. (2014). Credit protection and lending relationships. *Journal of Financial Stability*. 10. 7–19.

Bebczuk, N. R. (2003). *Asymmetric information in financial markets: introduction and applications*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Begović, B., Ilić, N. (2017). Poreklo zablude o svrsi valutne klauzule. *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*. 65 (2). 26–42.

- Беговић, Б. (2016). Валутна клаузула: сврха, дилеме и могући исходи. *Право и привреда*. 54 (10–12). 24–53.
- Beneish, M. D., Press, E. (1993). Costs of technical violation of accounting-based debt covenants. *Accounting Review*. 68. 233–257.
- Benmelech, E., Bergman, N. K. (2009). Collateral pricing. *Journal of financial Economics*. 91 (3). 339–360.
- Berger, A. N., Udell, G. F. (1990). Collateral, loan quality and bank risk. *Journal of Monetary Economics*. 25 (1). 21–42.
- Bharath, S. T., Dahiya, S., Saunders, A., Srinivasan, A. (2011). Lending relationships and loan contract terms. *The Review of Financial Studies*. 24 (4). 1141–1203.
- Bharath, S., Dahiya, S., Saunders, A., Srinivasan, A. (2007). So what do I get? The bank's view of lending relationships. *Journal of Financial Economics*. 85 (2). 368–419.
- Binks, M. R., Ennew, C. T. (1996). Growing firms and the credit constraint. *Small Business Economics*. 8 (1). 17–25.
- Brockman, P., Unlu, E. (2009). Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics*. 92 (2). 276–299.
- Cen, L., Dasgupta, S., Elkamhi, R., Pungaliya, R. S. (2016). Reputation and loan contract terms: The role of principal customers. *Review of Finance*. 20 (2). 501–533.
- Chava, S., Livdan, D., Purnanandam, A. (2009). Do shareholder rights affect the cost of bank loans?. *The Review of Financial Studies*. 22 (8). 2973–3004.
- Chava, S., Roberts, M. R. (2008). How does financing impact investment? The role of debt covenants. *The Journal of Finance*. 63 (5). 2085–2121.
- Chen, Y. (2006). Collateral, loan guarantees, and the lenders' incentives to resolve financial distress. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 46 (1). 1–15.
- Christensen, H. B., Nikolaev, V. V. (2012). Capital versus performance covenants in debt contracts. *Journal of Accounting Research*. 50 (1). 75–116.
- Clipici, E. V. (2013). Credit insurance during the financial crisis. *SEA–Practical Application of Science*. 1 (1). 38–45.
- Coco, G. (2000). On the use of collateral. *Journal of Economic Surveys*. 14 (2). 191–214.
- Coleman, A. D., Sharpe, I. G., Esho, N. (2002). *Do bank characteristics influence loan contract terms?* Australian Prudential Regulation Authority Working Paper 2002-01.

- Ćirović, M. (2007). *Bankarstvo*. Beograd: Naučno društvo Srbije.
- Dell’Ariccia, G., Friedman, E., Marquez, R. (1999). Adverse selection as a barrier to entry in the banking industry. *The RAND Journal of Economics*. 30 (3). 515–534.
- Demerjian, P. R. (2017). Uncertainty and debt covenants. *Review of Accounting Studies*. 22 (3). 1156–1197.
- Demerjian, P. R. (2007). Financial Ratios and Credit Risk: The Selection of Financial Ratio Covenants in Debt Contracts. AAA 2007 Financial Accounting & Reporting Section (FARS) Meeting Paper, <https://ssrn.com/abstract=929907>
- Demiroglu, C., James, C. M. (2010). The information content of bank loan covenants. *The Review of Financial Studies*. 23 (10). 3700–3737.
- Djankov, S., McLiesh, C., Shleifer, A. (2007). Private credit in 129 countries. *Journal of Financial Economics*. 84 (2). 299–329.
- Domazet, I., Vuković, V. (2015). Kreditno tržište Srbije: posustajanje ili kolaps. *Poslovna ekonomija: časopis za poslovnu ekonomiju, preduzetništvo i finansije*. 9 (1). 159–176.
- Дудаш, А. И. (2016). Допуштеност једностраног повећања камате у уговорима о кредиту у праву Србије. *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*. 50 (2). 549–567.
- Falato, A., Liang, N. (2016). Do creditor rights increase employment risk? Evidence from loan covenants. *The Journal of Finance*. 71 (6). 2545–2590.
- Fan, H., Sundaresan, S. M. (2000). Debt valuation, renegotiation, and optimal dividend policy. *The Review of Financial Studies*. 13 (4). 1057–1099.
- Galindo, A. J., Micco, A. (2007a). Creditor protection and credit response to shocks. *The World Bank Economic Review*. 21 (3). 413–438.
- Galindo, A. J., Micco, A. (2007b). Bank Credit to small and medium Sized Enterprises: the role of creditor protection. <https://ssrn.com/abstract=669583>
- Galindo, A. J. (2001). Creditor rights and the credit market: where do we stand? <https://ssrn.com/abstract=1817246>
- Gorton, G., Ordóñez, G. (2014). Collateral crises. *American Economic Review*. 104 (2). 343–378.
- Graham, J. R., Li, S., Qiu, J. (2008). Corporate misreporting and bank loan contracting. *Journal of Financial Economics*. 89 (1). 44–61.
- Harvey, C. R., Lins, K. V., Roper, A. H. (2004). The effect of capital structure when expected agency costs are extreme. *Journal of Financial Economics*. 74 (1). 3–30.

Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial management*. 31 (2). 33–45.

Хибер, Д., Живковић, М. (2015). Заштита корисника кредита од једностране измене висине уговорене камате. *Зборник радова Правног факултета у Нишу*. 54 (70). 573–586.

Homer, S., Sylla, R. E. (2005). *A History of Interest Rates. Fourth edition*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Jimenez, G., Salas, V., Saurina, J. (2006). Determinants of collateral. *Journal of financial economics*. 81 (2). 255–281.

Jensen, G. R., Solberg, D. P., Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative analysis*. 27 (2). 247–263.

Jensen, Michael C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*. 76 (2). 323–329.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The Journal Of Finance*. 52 (3). 1131–1150.

Лазић, М. (2016). Заштита потрошача у кредитном односу. *Зборник радова Правног факултета у Нишу*. 55 (74). 53–70.

Лекпек, А. (2016). Ризични капитал и препреке за његово улагање. *Економски погледи*. 18 (4). 37–51.

Levine, C. B., Hughes, J. S. (2005). Management compensation and earnings-based covenants as signaling devices in credit markets. *Journal of Corporate Finance*. 11 (5). 832–850.

Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., Xuan, Y. (2011). Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*. 100 (1). 1–23.

Marković-Bajalović, D. (2020). Još jednom o kreditima indeksiranim u švajcarskim francima. *Pravo i privreda*. 58 (1). 64–113.

Murfin, J. (2012). The supply-side determinants of loan contract strictness. *The Journal of Finance*. 67 (5). 1565–1601.

Nikolaev, V. V. (2010). Debt covenants and accounting conservatism. *Journal of accounting research*. 48 (1). 137–176.

Padilla, J., Requejo, A. (2000). The Cost and Benefits of the Strict Protection of Creditor Rights: Theory and Evidence. <https://ssrn.com/abstract=1814659>



- Passalacqua, L. (2006). A pricing model for credit insurance. *Giornale dell'Istituto Italiano degli Attuari*. 69 (4). 87–123.
- Pecchenino, R. A. (1988). The loan contract: mechanism of financial control. *The Economic Journal*. 98 (389). 126–137.
- Petrović-Tomić, N. (2017). Ugovor o osiguranju sposobnosti vraćanja kredita. *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*. 65 (2). 91–112.
- Попов, Ђ. (2012). Утицај валутне клаузуле и девизног курса на стање привреде Србије. *Зборник радова Правног факултета у Новом Саду*. 46 (3). 19–37.
- Radović, M. (2021). Punovažnost valutne klauzule nakon stupanja na snagu Zakona o konverziji. *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*. 69 (1). 179–192.
- Radović, V., Tesić, N. (2015). On creditor's supplemental rights. *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*. 63 (3). 141–169.
- Rajan, R., Winton, A. (1995). Covenants and collateral as incentives to monitor. *The Journal of Finance*. 50 (4). 1113–1146.
- Rampini, A. A., Viswanathan, S. (2013). Collateral and capital structure. *Journal of Financial Economics*. 109 (2). 466–492.
- Roberts, M. R., Sufi, A. (2009). Control rights and capital structure: An empirical investigation. *The Journal of Finance*. 64 (4). 1657–1695.
- Slawson, W. D. (1971). Standard form contracts and democratic control of lawmaking power. *Harvard law review*. 84 (3). 529–566.
- Слијепчевић, Д. (2016). Примена валутне клаузуле и променљиве каматне стопе у уговору о кредиту. *Привредни саветник*. 16.
- Soumaré, I. (2010). Credit insurance and investment: A contingent claims analysis approach. *International Review of Financial Analysis*. 19 (2). 98–107.
- Stiglitz, J. E., Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*. 71 (3). 393–410.
- Strahan, P. E. (1999). Borrower risk and the price and nonprice terms of bank loans. FRB of New York Staff Report No. 90. <https://ssrn.com/abstract=192769>
- Sweeney, A. P. (1994). Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of accounting and Economics*. 17 (3). 281–308.
- Šoškić, D. (2020). Valutna klauzula: ekonomsko-finansijske posledice. *Revija Kopaoničke škole prirodnog prava*. 2 (1). 69–81.

Qian, J., Strahan, P. E. (2007). How laws and institutions shape financial contracts: The case of bank loans. *The Journal of Finance*. 62 (6). 2803–2834.

Васиљевић, З. (2015). *Права и обавезе из уговора о кредиту*. Правни факултет Универзитета у Бањој Луци.

Whitehead, C. K. (2008). The evolution of debt: Covenants, the credit market, and corporate governance. *Journal of Corporation Law*. 34 (3). 641–677.

Закон о девизном пословању. *Службени гласник РС*. Бр. 62/2006, 31/2011, 119/2012, 139/2014 и 30/2018.

Закон о заложном праву на покретним стварима и правима уписаним у регистар. *Службени гласник РС*. Бр. 57/2003, 61/2005, 64/2006, 99/2011 и 31/2019.

Закон о заштити корисника финансијских услуга. *Службени гласник РС*. Бр. 36/2011 и 139/2014.

Закон о хипотеци. *Службени гласник РС*. Бр. 115/2005, 60/2015, 63/2015 и 83/2015.

**Ahmedin Lekpek, PhD,**

*Assistant Professor,*

*State University in Novi Pazar, Department of Economic Science*

## ***ECONOMIC EFFECTS OF CREDITORS' RIGHTS PROTECTION***

### ***Summary***

*The willingness of creditors to satisfy the credit demand of the population and the economy under mutually acceptable conditions directly depends on the degree of legal protection enjoyed by creditors. In this paper, we deal with the protection of creditors' rights and the instruments used for this purpose. The aim of this paper is to consider the economic effects arising as a result of the application of instruments of creditors' rights protection, which affect not only the financial position of creditors and debtors but also the stability and efficiency of the financial and economic system as a whole. The research results show that the existence of an adequate level of protection of creditors' rights has a strong positive impact on the size and activity of the credit market. On the other hand, the application of various instruments of creditors' rights protection can cause both positive and negative effects on the creditors position. Yet, an excessively high level of creditors' protection can significantly worsen the position of debtors and, consequently, aggravate the position of creditors in the long run.*

**Keywords:** *creditors, protection of creditors' rights, debtors, collateral, covenants, currency clause, credit insurance.*