

Младен Перић
Нови Сад
Раденко Марић
Нови Сад

ЕТИКА „ЛЕШИНАРСКОГ“ ИНВЕСТИРАЊА

Сажетак

Инвестирање у хартије од вредности проблематичних компанија представља једну од стратегија структурирања инвестиционог портфолија која постаје све популарнија. Проблематичне хартије од вредности представљају широк спектар дужничких и власничких финансијских инструмената компанија које су искусиле неликвидност или су поднеле пријаву за банкротство. Данас постоје бројне бизнис шансе које се рађају из коорпоративних банкрота. Индивидуе и институције могу куповати имовину, одређене уговоре, фузионисати се са дужником и сачувати опореживи приход, спекулисати са дужниковим обавезама, остварити накнаде по основу одређених услуга и остварити капиталне добитке. Такви инвеститори познати су под именом „инвеститори лешинари“ (vulture investors). Током историје они су као и корпоративни преузимаачи били изложени бројним критикама у погледу моралног и етичког утемељења њихових акција. Важно је истаћи да „инвеститори лешинари“ заснивају своје акције на законима који регулишу области банкротства и стечаја, тако да оно што они раде је у сваком случају легално, али се поставља питање колико је то морално и етично. Узимајући у обзир изложене аспекте, у овом раду је дефинисан феномен „лешинарског инвестирања“, образложене су најчешће моралне дилеме које се појављују при таквом инвестирању и дефинисане основне чињенице које говоре у прилог „лешинарском инвестирању“.

Кључне речи: „лешинарско“ инвестирање, етика, проблематичне компаније, инвестиције, моралне дилеме, корпоративно банкротство.

У претходним деценијама инвеститори у хартије од вредности великих јавних компанија које су излазиле из процеса реорганизације (након искушења банкротства) остваривали су значајне приносе на своје инвестиције. Сваки посматрач банкрота тих великих корпорација је могао да види својеврсни образац кретања цена њихових хартија од вредности: у иницијалном периоду (непосредно након попуњавања петиције за банкротство) те хартије су доживеле велики пад цена; при томе, то је било како за власничке, тако и за хартије дужничког карактера. Међутим, врло често, тај пад је био претерана реакција на објаву и подношење петиције за реорганизацију у оквирима банкротствене правне регулативе. У ситуацијама у којима су хартије од вредности након опоравка компаније вределе више у односу на њихове цене након попуњавања петиције, инвеститори су остваривали апresiasiју сопствених улога, односно зараду. Неретко, те зараде су биле веома атрактивне.¹⁾

Разлика између успешних и неуспешних инвеститора у околностима корпоративне несолвентности је углавном у познавању правила игре и одабиру одговарајућег тајминга за инвестирање и ликвидирање инвестиције. Због тога, веома је важно да инвеститори спознају природу процеса у којем учествују, као и начине за прикупљање и анализирање потребних информација неопходних за доношење најбољих и правовремених одлука. Инвеститори такође морају знати ко су кључни стејкхолдери банкротственог процеса и морају спознати њихове улоге и интересе.

Врло често се кредитори финансијски проблематичних компанија опредељују за продају својих потраживања према дужнику – обично уз значајне дисконтне, односно редукције вредности – на супрот чекању да се компанија опорави у процесу реорганизације и

1) У том погледу интересантан је коментар аутора Плата (Harlan Platt), који каже да с обзиром да није ретка појава да цене акција банкрутираних компанија доживе велике падове и да њихова вредност достигне 6 центи; генерално, у случају опоравка фирме, те цене врло брзо апresiasiју у вредности, тако да је закључак да акцијама које коштају 6 центи није неки већи проблем да апresiasiју 100% на 12 центи, док је акцијама које коштају \$50 није тако лако да дуплирају своју вредност. Управо ту лежи извор остварења великих зарада за инвеститоре који се одваже да инвестирају у хартије банкрутираних фирми. *Извор:* Platt, D. Harlan, *Why Companies Fail: Strategies for Detecting, Avoiding, and Profiting from Bankruptcy*, Beard Books, Knoxville, 1999, стр. 107.

да онда покуша да их намири. Такође, кредитори врло често бивају жртве тзв. *домино ефекта*, што се у том случају манифестује као ланчано погоршање финансијске ситуације кредитора као резултат погоршања насталих код њихових потрошача, односно дужника. Рачуновође у тим ситуацијама саветују кредиторе да продају своја потраживања због пореских разлога, јер је то рационалније него их и даље држати у финансијским извештајима. Одређене финансијске институције стављају експлицитна и квантитативна ограничења својим портфолио менаџерима у погледу количине средстава која могу бити инвестирана у хартије од вредности проблематичних компанија. Те институције прибегавају продаји тих хартија да не би доживеле кршење интерне и/или законске регулативе. Такође, портфолио менаџери се максимално труде да избегну стигму да буду на било који начин повезани са примером свог лошег инвестиционог избора. Неки други стејкхолдери прибегавају продаји својих потраживања према дужнику како би смањили губитке и убрзали наплату потраживања.²⁾ Нико заправо не зна колико би хартије од вредности дужника могле да вреде након реорганизације, а неизвесност често буди песимизам у људима. Управо се у таквим ситуацијама отварају шансе за инвеститоре који су спремни да ризикују и да уложе свој новац у хартије од вредности у нади да ће оне вредети више након опоравка компаније емитента.

Задатак овог рада ће бити да да одговор на питање колико је „лешинарско“ инвестирање прихватљиво из моралног и етичког аспекта, али прво морамо дефинисати такав вид инвестирања и упознати се са његовим актерима. У том смислу, настављамо са дефинисањем инвеститора „лешинара“, а касније дајемо етичку анализу њихових поступака?

ПОЈАМ ИНВЕСТИТОРА „ЛЕШИНАРА“

Инвестирање у хартије од вредности финансијски проблематичних компанија представља једну од стратегија структурирања инвестиционог портфолиоа која постаје све популарнија у земљама са развијеним финансијским тржиштем. Инвестиције у такве хартије од вредности инвеститорима пружају шансу за остварење

2) Уместо тога, они би могли причекати да виде шта ће се догодити, или чак ангажовати специјалисту за преокрете и ревитализацију бизниса (*workout/turnaround specialist*). Међутим, такав приступ би био захтеван како у финансијском, тако и у погледу дужине периода чекања за ликвидацију инвестиције. То би имало смисла за веће инвеститоре и значајније инвестиције које би могле да оправдају ангажовање таквих експерата.

високих приноса, али су такође оптерећене високим нивоом ризика.

Хартије од вредности проблематичних компанија представљају широк спектар дужничких и власничких финансијских инструмената компанија које су искусиле неликвидност или су поднеле пријаву за банкротство. 1960-тих и 1970-тих година није било уобичајено да се на финансијским тржиштима дају котације фирми које су се налазиле у процесу стечаја. Тржиште таквих вредносних папира је доживело раст у другој половини 1980-тих година и наставило је свој раст све до данас. Такође, почеле су да се оснивају специјализоване инвестиционе фирме (углавном инвестициони фондови) које су се специјализовале за трансакције са проблема-тичним компанијама (тзв. „лешинарски“ фондови (*vulture funds*)).

Инвестирање у хартије од вредности банкрутираних и проблематичних компанија је свакако комплексније у односу на традиционално инвестирање у финансијски здраве компаније. Оно захтева темељно познавање стечајне правне, као и друге компанијске и остале релевантне регулативе. Тржиште високоризичних хартија од вредности (*high yield market*) ипак подразумева одређену инвеститорску софистицираност, а саме хартије од вредности тог тржишта обично нису доступне инвеститорима без искуства и добрих веза у том домену. Врло често избијају праве битке између кредитора око тога коме припада и колики проценат стечајне масе дужника, а у таквим условима мањи индивидуални инвеститори врло често губе од оних већих, боље обавештених, вичнијих и са бољим персоналним везама.

Број компанија које су попуниле петиције за банкротство и реструктурирање, као и компанија чијим се обавезама тргује по вишеструко нижим ценама је достигао рекорд на самом почетку XXI века (ту укључујући и већи број познатих компанија са дужом традицијом). Главни узрок тога је свакако рецесија економије тог периода, уз садејство менаџерских парадигми финансирања развоја екстензивном употребом дужничких средстава финансирања и претпоставки да ће економија увек бити у фази експанзије. Док је то наравно лоша вест за менаџере, акционаре, кредиторе и запослене тих компанија – а наравно и читаве привреде и економије – такви услови окружења иду на руку мањој групи алтернативних (могло би се чак рећи и “антиестаблишмент”) инвеститора под

именом “инвеститори лешинари” (*vulture investors*). Ти инвеститори профитирају, како се то врло често каже, од несреће конвенционалних инвеститора.

Данас постоје бројне бизнис шансе које се рађају из корпоративних банкротстава – при томе не мислећи само на компензације остварене од стране адвоката, инвестиционих банкара и стручних консултаната за преокрет (посредника и саветника). Индивидуе и институције могу куповати имовину, одређене уговоре, фузионисати се са дужником и сачувати опорезиви приход, шпекулисати са дужниковим обавезама, остварити компензације по основу одређених услуга и остварити капиталне добитке. Корпоративна банкротства стварају велике (још увек недовољно истражене и искоришћене) шансе за остварење профита, али само за оне који заправо разумеју те шансе.

Основна улога инвеститора “лешинара” је утицање на процес реструктурирања и дисциплиновање управљачких структура проблематичних компанија. Наиме, као што је познато, у случају здравих компанија, власништво над њима се стиче аквизицијом блокова акција. У случају проблематичних компанија, дужнички улози се врло често конвертују у акционарске улоге у реорганизованој компанији. Такође, кредитори имају снажну преговарачку позицију и утицај на ток реорганизације (!) с обзиром да је њихов пристанак неопходан за само њено извршење. Због тога, спољни агенти – познатији као “лешинарски” инвеститори – купују блокове како акција, тако и дуга како би утицали на управљање или стекли контролу над проблематичним компанијом. Услед тога, они добијају негативан медијски публицитет као и непријатељски напади (*corporate raiders*) у контексту непријатељских преузимања успешних компанија.³⁾

Инвеститори “лешинари” сакупљају “кости и остатке меса” финансијски нездравих компанија купујући углавном њихове дужничке обавезе – на првом месту зајмове банака, нискорангиране (*junk*) обвезнице⁴⁾ и обавезе према добављачима – за обично само један део њихове оригиналне вредности у ситуацијама када по-

3) Hotchkiss, S. Edith; Mooradian, M. Robert, „Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms“, *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, Issue 3, 1997, стр. 43.

4) Њих издају компаније са нижим кредитним рејтингом, а сам кредитни рејтинг је одраз финансијског здравља и снаге компаније емитента. Кредитни рејтинг додељују специјализоване кредитне рејтинг агенције на основу анализе емитента.

вериоци желе да их се ослободе по сваку цену. Инвестирајући у таквав профил инвестиција, они се надају да ће зарадити на разлици у цени након њихове апresiasiје у случају успешне реорганизације бизниса. Дакле, ти инвеститори рачунају на то да ће те обавезе вредети више у односу на оно што су они платили за њих. У неким случајевима бизниси се једноставно опораве, али знатно чешће дужници смање своје обавезе емитујући и дајући кредиторима нове хартије од вредности власничког или дужничког карактера. Неки инвеститори се надају преузимању контроле над компанијом, док се други задовољавају простим растом вредности њиховог улога. Било како било, инвеститори лешинари могу остварити веома велике поврате на своје инвестиције – историјски је то чак било и преко 30% и 50%! – али могу и изгубити сопствене улоге уколико не процене добро ризике и потенцијале дужника да се успешно реорганизује.

Лешинарски инвеститори могу имати различите мотиве за улагање у финансијски проблематичне компаније. Од чисто пасивних који се односе на проналажење потцењених улога (имовине), па све до активне куповине улога ради остварења виших дистрибуција у случају ликвидације фирме – а све то на уштрб других улагача.

Све у свему – и поред високих инхерентних ризика – тржиште хартија од вредности проблематичних и банкротираних компанија постаје све развијеније (како у смислу ширине, тако и дубине). Иако веома ризично, оно омогућава корпоративним аквизиторима да преузму компанију знатно испод њене тржишне вредности. Управо то га чини веома атрактивним за инвеститоре.

МОРАЛНЕ ДИЛЕМЕ “ЛЕШИНАРСКОГ” ИНВЕСТИРАЊА

Током историје инвеститори лешинари су као и корпоративни преузимаачи били изложени бројним критикама у погледу моралног и етичког утемељења њихових акција. Врло често се може чути како се они баве тзв. *предаторским трговањем* (*predatory trading*) – што је појам углавном везан за профитирање на туђој несрећи.

На првом месту овде је важно истаћи да лешинари заснивају своје акције на законима који регулишу области банкротства и стецаја, тако да оно што они раде је у сваком случају легално. Хартије од вредности и друге врсте активе се купују у складу са законом и другим важећим прописима, а промене клаузула и других усло-

ва под којима су финансијски инструменти били издати се врше уз узајамну сагласност. Дакле, за разлику од инсајдерске трговине (*insider trading*), “лешинарско” инвестирање је легална делатност, али се поставља питање колико је морална и етична.

Скот Карсон (Scott A. Carson) истиче да постоје три области у оквиру лешинарског инвестирања које изазивају моралне дилеме. Прво, лешинарско инвестирање је мотивисано жељом да се профитира од патње и несреће других. Лешинари црпе своје профите од умирућих фирми и некада су искључиви кривци за гурање истих „преко ивице“. Из тог разлога би се могло рећи да су они заслужили моралну цензуру. Друго, инвестиционе стратегије и тактике лешинара су такође морално дискутабилне. Они купују дужничке позиције компанија, што им последично даје моћ да са те позиције уз помоћ притиска и опструкције увећају вредност њихових улога. Начин на који лешинари долазе до свог циља у овом случају би се могао назвати неморалним. Трећи проблем се односи на резултат рада инвеститора лешинара. Стратегије и тактике лешинарског инвестирања могу довести у одређеним случајевима до негативних консеквенци за друге релевантне стејкхолдере. Те последице могу бити и толико драстичне да социјално окружење може лешинарско инвестирање прогласити противном јавном интересу заједнице. Као резултат лешинарског деловања економија заједнице може претрпети озбиљне ударце, запослени могу остати без посла, добављачи без клијента, потрошачи без добављача и сл. Лешинари често, дакле, учествују у активностима које штетно утичу на остале стејкхолдере и због тога добијају етикету неморалних тржишних субјеката.⁵⁾

У случају непријатељског преузимања компаније најчешћи мотив саме аквизиције је намера да се компанијом управља у неком средњорочном хоризонту. Ту тежиште моралних дилема није у самом мотиву за предузимање те стратегије, него у последицама које често прате ту појаву – у појединим случајевима рационализација трошкова путем отпуштања радника и затварање дела капацитета. Тзв. преузимаачи *ајкуле* (*sharks*) у тзв. *bust up* трансакцијама иду корак даље, заснивајући своје трансакције преузимања на будућем растављању компанија на делове и њиховој продаји. И овде

5) Carson, A. Scott, „Vulture Investors, Predators of the 90's: An Ethical Examination“, *Journal of Business Ethics*, Vol. 17, No. 5, 1998, стр. 17.

се критичари осврћу на аквизиторово необраћање пажње на људске патње изазване корпоративним реструктурирањем.⁶⁾

Међутим, уколико се пође од претпоставке да су корпоративни аквизитори и „лешинари“ (а нарочито они) неморалне групе инвеститора, поставља се питање да ли би конвенционални инвеститори могли и, што је још важније, хтели да преузму њихову улогу на њиховим високо софистицираним и ризичним тржиштима, уз значајније освртање на општу добробит социјалне заједнице у којој се налазе? Да би социјалне групације које су погођене лешинарским начином инвестирања – као што су запослени, добављачи, потрошачи и уопште традиционални инвеститори – били у прилици да учествују у реорганизовању проблематичних бизниса, неопходно је да преузму велике количине ризика које већина њих – искуство недвосмислено показује – није спремна да преузме. Те инвеститорске групације подржавају бизнисе у временима када они послују солвентно и профитабилно, али нису спремне да то исто учине када постану проблематични. Са друге стране, лешинари су спремни да управо то учине и у случају неуспеха спасавања бизниса да изгубе значајан део инвестиције.

Овде се поставља једно логичко питање које свакако иде у прилог моралности и етичности лешинарских инвеститора. Како традиционална инвеститорска заједница није спремна да ризикује и да улаже средства у реорганизовање проблематичних бизниса на добробит свих, који подеок онда заузимају лешинари на моралној скали с обзиром да они преузимају управо те нивое ризика неопходне за спашавање компанија и допринос добробити њихових власника и заједнице уопште. Те стејкхолдерске групе наравно немају моралну обавезу да спасавају компаније у невољи, али, као и лешинарски инвеститори, оне имају ту могућност, међутим, нису спремне да је искористе услед мање толеранције према инвестиционом ризику.

Из свега тога следи да се лешинарима као инвестиционој групацији не може „пришити“ етикета неморалних и неетичних тр-

6) Мек Ги (R. W. McGee) истиче да су се пређашња етичка истраживања фузија и аквизиција корпорација углавном заснивала на проучавањем деловања аквизитора, док менаџмент циљне компаније и његове акције у тим ситуацијама нису добиле адекватну пажњу. Он истиче да менаџмент циљне компаније који настоји да спречи тржишно реструктурирање компаније које ће бити добро за акционаре и већину других стејкхолдера чини неетични акт. *Извор:* McGee, W. Robert (2004). „Some Overlooked Ethical Issues in Acquisitions and Mergers“, Barry University – Andreas School of Business, *Global Conference on Business Economics*, Association for Business and Economics Research, Amsterdam, July 9-11, www.ssrn.com (приступљено 28. 09. 2007).

жишних субјеката. Уместо тога, Карсон истиче да моралну и етичку подобност лешинара треба утврђивати у сваком појединачном случају из аспекта добробити осталих стејхолдерских група.⁷⁾ Да би се они могли ставити у неку колективну матрицу и на тој основи морално осудити, неопходно је спровести једно систематско и емпијско истраживање последица њихових тржишних акција и на тим основама доказати штетност њиховог деловања. По сазнањима аутора овог рада, такво истраживање до дана данашњег није спроведено.

ЗА И ПРОТИВ „ЛЕШИНАРСКОГ” ИНВЕСТИРАЊА – ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА

Успешно лешинарско инвестирање укључује избор правих хартија од вредности и класе потраживања у које ће се средства инвестирати, избор погодног временског периода за инвестирање, као и процену правог тренутка за ликвидирање сопствене инвестиционе позиције. Те способности се стичу годинама искуства у раду са потцењеним и дужнички оптерећеним компанијама, као и искуству на раду у окружењу банкротствених процеса компанија. На тим тржиштима – поред претходно споменутих знања и вештина – и сама срећа и околности ван домаћаја инвеститора такође играју веома важну улогу.

Као што каже Бери (Norman Barry), инвеститори лешинари имају сопствену улогу и место на финансијским тржиштима. По њему они су део каузалног ланца који доноси корисне промене и њихово време ће нужно проћи. Као што су велике левериц трансакције (*leveraged buyouts* – *LBOs*) биле актуелне током 1980-тих година и њихово време је прошло,⁸⁾ тако ће и време инвеститора лешинара проћи – а они су управо настали по Бариу као последица неуспешних ЛБО трансакција. Када се економски услови и инве-

7) Carson, A. Scott, нав. дело, стр. 552.

8) Иако талас ЛБО трансакција током 1980-тих година дуго није био премашен – а нарочито највећа левериц приватизација америчког конгломерата *PJP Nabisco* вредна \$24,9 милијарди – то тржиште последњих година почиње да се опоравља. Прва половина 2007. године донела је нове рекордне вредности ових трансакција. Прво су тимови левериц специјалиста – или како се у Америци називају *private equity firms* – извршили приватизацију великог ланца болница *HCA* за \$33 милијарде у јануару исте године, затим такође медијску компанију *Clear Channel Communications* за \$26 милијарде, а последња и највећа “жртва” је пала 7 фебруара. То је компанија *Equity Office Properties Trust* – иначе највећи власник ланаца зграда у којима се издају пословни простори у Америци – а вредност трансакције је износила читавих \$39 милијарди. Извор: Betty, Norman, *The Morality of the Business Enterprise*, Aberdeen University Press, Aberdeen, 1991.

стициона клима поправе, лешинари ће уступити своје место некој другој врсти инвеститора.⁹⁾ То је можда изгледало тако када је Бери писао своју књигу 1991. године, међутим америчка привреда и економија су показале своју нужно цикличну природу, па су у том историјском периоду забележени неколико таласа како лешинарског инвестирања, тако и корпоративних преузимања.

Дакле, лешинарски инвеститори имају своју историју и традицију, али такође имају у своју перспективу и будућност. Међутим, овде се поставља питање да ли су и колико они добри за корпорације и привреду и економију на глобалном нивоу? Као и корпоративни аквизитори 1980-тих година – који су слављени због смена менаџмента корпорација подстандардних перформанси са једне, и критиковани за примање тзв. *зелене поште* (*green mail*) као својеврсне уцене како би обуставили преузимање компаније и оставили нетакнутим исти тај менаџмент, са друге стране – њихово деловање се доводи у питање из аспекта добробити осталих релевантних стејкхолдера на нивоу корпорације и друштвене заједнице.

Лешинари су као и конвенционални инвеститори мотивисани приносима које могу остварити од њихових инвестиционих активности. Оно што њих разликује од њихових традиционалних колега је то што они – у складу са сопственим инвестиционим преференцијама – улажу у компаније када се оне налазе у најрањивијој фази (!); у моменту када нису у стању да плате своје рачуне и потраживања према повериоцима, или када се налазе у процесу банкрутства (реорганизације или ликвидације). Они то чине због тога што имају способност да препознају скривену вредност у проблематичним бизнисима. Након тога, они посежу за неком врстом контролне позиције над судбином тих бизниса куповином одређених врста хартија од вредности и/или улога. То је управо карта за учествовање у процесу преговора везаних за реорганизацију бизниса.

Инвеститори лешинари су врло често предмет јавне критике због опструирања и одуговлачења реорганизација проблематичних бизниса ради остварења неких уско сопствених интереса. Они су кроз историју немали број пута остваривали боље поврате сопствених улога доводећи процес усвајања плана реорганизације и саму реорганизацију у „ћор-сокак“. У таквим ситуацијама компаније и поједине групе кредитора су им се супротстављале, али и настоја-

9) Berry, Norman, нав. дело, стр. 232.

ле да их придобију – често им исплаћујући значајне накнаде – како би уз њихову помоћ могле боље да остваре сопствене интересе.

Било како било, инвеститори лешинари поред медијски присутније негативне тржишне улоге, поседују и сингификантних позитивних особина које их квалификују за праве добротинитеље у одређеним ситуацијама. На првом месту, они доприносе *ликвидацији* банкрутственог процеса куповином потраживања од холдера обвезница, добављача и других врста кредитора којима је потребна готовина за наставак њихових пословних активности, или просто желе да на што бржи начин изађу из позиција проблематичних потраживања и сведу сопствене губитке на минимум. Што се тиче активних инвеститора лешинара, они иду један корак даље и уз све наведено настоје да преузму кормило компаније и да личним напорима рехабилитују проблематичне компаније.

Стога, за већину инвеститора инволвираних у процесе реорганизације и ликвидације бизниса израз “лешинар” је погрдан и нетачан назив који имплицира себичност и грабежљивост најгоре врсте.

Mladen Peric, Radenko Maric

THE ETHICS OF „VULTURE INVESTORS“

Summary

Investing in securities of distressed companies is one of the strategies for structuring investment portfolio, which is becoming increasingly popular. Distressed securities are wide range of debt and equity financial instruments from companies that are insolvent or have applied for bankruptcy. Today, there are many business opportunities that are born from corporate bankruptcies. Individuals and institutions can buy property, certain contracts, merge with the debtor and save taxable income, speculate with the debtor's obligations, make fees from certain services, and achieve capital gains. Such investors are known as vulture investors. Throughout history, together with the corporate raiders, they have been exposed to criticism in terms of moral and ethical foundation of their actions. It is important to note that vulture investors' actions are based on laws that regulate the area of insolvency and bankruptcy, so what they are doing is in any case legal, but the question remains is it moral and ethical. Taking into account the presented aspects, vulture investing is defined in this paper; the most common ethical dilemmas that occur in

such investing are clarified, and the basic facts that speak in favor of vulture investing.

Key words: vulture investors, ethics, distressed companies, investing, moral dilemmas, corporate bankruptcies..

ЛИТЕРАТУРА

- Баљ, Бранко, *Увод у пословну етику*, ИП Београд, Зрењанин, 2005.
- Berry, Norman, *The Morality of the Business Enterprise*, Aberdeen University Press, Aberdeen, 1991.
- Carson, A. Scott, „Vulture Investors, Predators of the 90’s: An Ethical Examination“, *Journal of Business Ethics*, Vol. 17, No. 5, 1998, стр. 543-555.
- Christopher, W. Gowans, *Moral Dilemmas*, Oxford University Press US, Oxford, 1987.
- De George, Richard, *Пословна етика – Business Ethics*, Филип Вишњић, Београд, 2004.
- DesJardins, Joseph, *An Introduction to Business Ethics*, McGraw-Hill, New York, 2006.
- Donagan, Alan, *Moral Dilemmas, Genuine and Spurious: A Comparative Anatomy*, Oxford University Press US, Oxford, 1996.
- Donaldson, T.; Clarence, W., *Ethical Issues in Business: A Philosophical Approach*, Prentice-Hall, New Jersey, 1983.
- Dramond, John.; Bein, Bill, *Пословна етика*, Клио, Београд, 2001.
- Foot, Philippa, *Moral Dilemmas*, Oxford University Press, Oxford, 2003.
- Gowans, W. Christopher, *Moral Dilemmas*, Oxford University Press US, Oxford, 1987.
- Greenspan, P.S., *Practical Guilt: Moral Dilemmas Emotions and Social norms*, Oxford University Press US, 1995.
- Hotchkiss, S. Edith; Mooradian, M. Robert, „Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms“, *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, Issue 3, 1997, стр. 401-432.
- McGee, W. Robert, „Some Overlooked Ethical Issues in Acquisitions and Mergers“, Barry University – Andreas School of Business, *Global Conference on Business Economics*, Association for Business and Economics Research, Amsterdam, July 9-11, 2004, www.ssrn.com (приступљено 28. 09. 2007.).
- Platt, D. Harlan, *Why Companies Fail: Strategies for Detecting, Avoiding, and Profiting from Bankruptcy*, Beard Books, Knoxville, 1999.