

Др Вук Радовић

доцент Правног факултета Универзитета у Београду
vuk@ius.bg.ac.rs

О ПОТРЕБИ ЗА СПЕЦИФИЧНИМ ПРАВНИМ УРЕЂЕЊЕМ КОРПОРАТИВНИХ ЗАЈМОВА

Зајам који акционарско друштво даје својим члановима управе пред ставља очигледан пример правног посла у коме чланови управе имају лични интерес који не мора бити конвергентан са интересима друштва. Упоредна корпоративна пракса је показала да је овај институт био често злоупотребљаван, што је доводило до вишеструких негативних последица по друштво и његове акционаре. Због тога су последњих година интензивирание дискусије везане за унапређење регулативе корпоративних зајмова.

У првом делу рада се анализирају појам и основне карактеристике корпоративних зајмова. Корпоративни зајам је објашњен кроз специфичности које овај уговор диференцирају у односу на класичан уговор о зајму. Након тога, приказана су три законска начина уређивања корпоративних зајмова: традиционалан, конзервативан и модеран. У трећем делу рада су изложени најзначајнији аргументи којима се нападају и бране корпоративни зајмови. У последњем делу је указано на потребу за увођењем специфичних правних правила која би уређивала материју корпоративних зајмова у Србији, као и на оптималне начине на које се то може учинити.

Кључне речи: *Зајам. Корпоративни зајам. Акционарско друштво. Директор. Сукоб интереса.*

1. ПОЈАМ И ОСНОВНЕ КАРАКТЕРИСТИКЕ КОРПОРАТИВНИХ ЗАЈМОВА

Уговором о зајму зајмодавац се обавезује да преда у својину зајмопримцу одређени износ новца или одређену количину других заменљивих ствари, а зајмопримац се обавезује да му после извесног времена врати исти износ новца, односно исту количину

ствари.¹ Корпоративни зајам (зајам члановима управе, инсајдерски зајам, енгл. *executive loan, insider loan*) је подврста уговора о зајму и има све основне карактеристике овог уговора. Међутим, у односу на класичну дефиницију уговора о зајму, корпоративни зајам има и одређених специфичности које га издвајају и оправдавају његово одвојено проучавање.

1.1. Акционарско друштво као зајмодавац

Зајмодавац код корпоративног зајма је привредно друштво. Из угла права привредних друштава следеће питање има претходни карактер: могу ли привредна друштва да дају зајмове или је то право резервисано само за банке? Најстарије право је, примењујући *ultra vires* доктрину, забрањивало привредним друштвима да дају зајмове, осим уколико то није била њихова основна делатност.² Касније је ово становиште модификовано. Прихватила се чињеница да друштва некада морају да позајме новац како би успела на тржишту.³ Међутим, остаје правило да се само банке могу бавити давањем кредита (зајмова),⁴ док привредна друштва која нису банке то могу чинити само у мери у којој је то потребно за успешно обављање њихових делатности.⁵ Корпоративни зајмови се у сваком случају могу третирати као делатност акцесорног карактера, јер је њихов циљ да кроз појачану мотивацију чланова управе утичу на остваривање бољих резултата друштва у предстојећем периоду.

Премда се о корпоративном зајму може говорити у контексту сваког привредног друштва, правно су релевантни једино они зајмови које дају друштва капитала. Друштва лица, због постојања неограничене одговорности чланова за обавезе друштва, с правом нису обухваћена законским правилима о корпоративним зајмовима. У даљем тексту ће се под зајмодавцима сматрати само акционарска друштва, јер се практични проблеми у вези с овом врстом зајма јављају само код ове врсте друштава капитала, као и због чињенице

¹ Закон о облигационим односима ЗОО, *Службени лист СФРЈ*, бр. 29/78, 39/85, 45/89 и 57/89, *Службени лист СРЈ*, бр. 31/93, 22/99, 23/99, 35/99, 44/99, чл. 557.

² Више вид. М. Forde, Н. Kennedy, *Company Law*, Thomson Round Hall, Dublin 2007⁴, 145.

³ Више вид. J. W. Bernard, „Corporate Loans to Directors and Officers: Every Business Now a Bank?“, *Wisconsin Law Review* 1988/1988, 240 241.

⁴ Чл. 5(2) Закона о банкама, *Службени гласник РС*, бр. 107/2005.

⁵ Супротно правило би дискредитовало кредитну функцију банака, јер оне приликом давања кредита морају да поштују бројна ограничења предвиђена посебним прописима. Друга акционарска друштва би требало да узму у обзир та ограничења, али нису дужна да по њима поступају. Вид. J. W. Bernard, 267 270.

да се велики број друштава са ограниченом одговорношћу могу изузети од примене рестриктивних законских правила о корпоративним зајмовима. Међу акционарским друштвима као зајмодавцима, неки закони праве разлику између отворених и затворених друштава, тако што на отворена акционарска друштва примењују строжа правила, односно неке забране и ограничења везују само за отворена акционарска друштва.⁶ Поједини аутори заступају супротно становиште, по коме код отворених акционарских друштава постоји мања потреба за ограничавањем корпоративних зајмова, због бројних додатних правила корпоративног управљања која се на њих примењују (на пример, ригорозна правила о детаљном објављивању, веће присуство независних директора у органима управљања и специјализованим комисијама, и сл.).⁷

1.2. Ограничен круг зајмопримаца

Зајмопримци код уговора о корпоративном зајму су чланови управе зајмодавца. Очигледно блиска веза између зајмодавца и зајмопримца је из угла права акционарских друштава и корпоративног управљања најпроблематичнија карактеристика корпоративних зајмова. Њихов инсајдерски карактер условљава потребу за посебном законском регулативом. Као зајмопримци се код корпоративног зајма могу јавити и друга лица запослена у друштву. Међутим, због слабијег интензитета агенцијских проблема у тим ситуацијама, у праву се ови зајмови не третирају корпоративним и на њих се не примењују посебна правила.

Прецизно одређивање зајмопримца један је од првих задатака законског уређивања ове материје. Индивидуализацијом зајмопримаца се сужава или шири примена специфичних законских правила. Како се ова правила састоје од ограничења или забрана, круг обухваћених лица мора бити најуже постављен и јасно дефинисан, да не би било забуне око персоналног домена примене.⁸ Као минимум треба обухватити следећа лица:

⁶ Британски Компанијски закон (*Companies Act*, даље: британски СА) из 2006. године, чл. 197 (примењује се на сва друштва капитала) и 198-201 (примењују се само на јавна друштва).

⁷ J. W. Bernard, 272-273. Исти аутор сматра да друштвима са малим бројем акционара треба дозволити да једногласном одлуком искључе примену строжих правила на зајмове члановима управе, а да се заправо треба фокусирати на друштва средње величине.

⁸ О критици Сарбејнс Окслијевог закона у том погледу више вид. S. A. Power, „Sarbanes Oxley Ends Corporate Lending to Insiders: Some Interpretive Issues for Executive Compensation Surrounding the Section 402 Loan Prohibition“, *UMKC Law Review* 71/2003, 922.

- чланове органа управљања и пословођења (чланове управног одбора, чланове извршног одбора и генералног директора);
- чланове надзорног одбора у дводомним системима управе;
- прокуристе;
- директоре у сенци (скривене директоре, енгл. *shadow directors*);⁹
- *de facto* директоре;
- директоре контролног друштва када зајам даје зависно друштво;¹⁰
- повезана друштва зајмодавца и њихове чланове управе;
- повезана лица са неким од руководилаца набројаних у претходним тачкама (на пример, супружник, дете, родитељ, ортачко друштво у коме је директор ортак, једночлано друштво директора, и сл.).¹¹

1.3. Писмена форма

Уговор о зајму је према општем правилу неформалан уговор и настаје када се уговорне стране сагласе о његовим битним елементима (предмет зајма и време трајања).¹² Писмени облик се захтева само код посебне врсте зајма – уговора о кредиту.¹³ Корпоративни зајам, теоријски неформалан, у пракси се увек закључује у писменој форми. Штавише, он је често саставни део уговора који члан управе закључује са друштвом (тзв. менаџерски уговор), што посредно указује на то да је корпоративни зајам специфична врста накнаде, која се даје у форми зајма.

1.4. Новчани зајам

За разлику од уговора о зајму, чији предмет може бити свака заменљива ствар, предмет корпоративног зајма је увек одређен износ

⁹ Из концепта директора у сенци треба искључити она лица која у оквиру своје професије саветују директоре (на пример, правници, рачуновође, порески саветници, и сл.). Вид. D. D. Prentice, *Companies Act 1980*, Butterworths, London 1980, 94; D. Keenan, Josephine Bisacre, *Smith & Keenan's Company Law*, Pitman Publishing, London 1996¹⁰, 303.

¹⁰ M. Bruce FCIS, *Rights and Duties of Directors*, Tolley 2000³, 90.

¹¹ О потреби да се домен примене специфичне регулативе корпоративних зајмова прошири и на повезана лица са директорима вид. J. W. Bernard, 273. У британском праву су правилима о корпоративним зајмовима обухваћени и сви запослени у друштву.

¹² С. Перовић, *Коментар Закона о облигационим односима*, II, Савремена администрација, Београд 1995, 1018 1019.

¹³ ЗОО, чл. 1066(1).

новца.¹⁴ Премда не постоји забрана да корпоративни зајам буде дат и у форми робног зајма, у пракси је он искључиво новчаног карактера.

1.5. Дугорочни зајам

Време трајања је битан елемент сваког уговора о зајму, а сходно томе и корпоративног зајма. Уговорне стране се морају споразумети о два рока: рок у коме је друштво дужно да преда новац директору и рок у коме је директор дужан да новац врати друштву. Ако се новац не даје, односно не враћа одједном, потребно је прецизирати рате и рокове за сваку рату, при чему ни рате ни рокови не морају бити једнаки.¹⁵

Према дужини трајања обавезе зајмодавца зајам може бити краткорочан, средњорочан и дугорочан. Корпоративни зајам је најчешће дугорочан, а према неким истраживањима спроведеним у САД, његова просечна дужина трајања износи око пет година.¹⁶ Краткорочни корпоративни зајмови су могући, али се ретко користе. Идеја која стоји иза коришћења корпоративних зајмова као накнаде је да се одређена лица која поседују одговарајуће знање, вештине и таленат за дужи период вежу за друштво, а то се не може постићи уговарањем краћег рока. Из тог разлога, краткорочни корпоративни зајмови се не могу посматрати као врста накнаде члановима управе.

1.6. Зајам под повлашћеним условима

Корпоративне зајмове карактерише постојање повлашћених клаузула, што ове уговоре разликује у односу на уговоре о зајму које дају банке (традиционални професионални зајмодавци).¹⁷ Када би друштво дало зајам свом генералном директору под уобичајеним тржишним условима без икаквих погодности, онда се такав зајам из угла права акционарских друштава ни по чему не би могао разликовати од других уговора које тај исти директор закључује са друштвом, а у којима постоји сукоб интереса (на пример, уговор о продаји којим директор од друштва купује одређену робу). Одредбе уговора о зајму којима се чланови управе као зајмопримци привилегују у од-

¹⁴ Више о предмету зајма вид. С. Перовић, *Облигационо право*, Београд 1990⁷, 636-637.

¹⁵ V. Gorenc, *Zakon o obveznim odnosima s komentarom*, PRiF, Zagreb 1998, 718.

¹⁶ K. Shastri, K. M. Kahle, *Executive Loans*, 2003, EFA 2003 Annual Conference Paper No. 184, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=423447>, 15.7.2009., 10-12.

¹⁷ G. Strauss, „Execs Reap Benefits of Cushy Loans“, *USA Today*, 23.12.2002., 1B.

носу на друга лица у суштини претварају овај уговор у неформалну врсту накнаде.

Посебно се издвајају три повлашћене клаузуле: нижа каматна стопа, могућност отпуста дуга и необезбеђеност потраживања зајмодавца.

а) *Нижа каматна стопа.* – Корпоративни зајмови се могу уговорати као теретни (са каматом) и бестеретни (доброчини, бесплатни, без камате). Члан управе који узме кредит од банке мора да плати тржишну каматну стопу прописану за потрошачки кредит, а ако узме зајам од друштва у коме ради, постоје три могућности: прво, да уговори тржишну каматну стопу или каматну стопу која је мало нижа од тржишне; друго, да закључи уговор без камате (честа варијанта);¹⁸ и треће, да закључи уговор са каматном стопом знатно нижом од тржишне – тзв. бенефицирана каматна стопа (најчешћа варијанта).¹⁹ Разлика између тржишне и бенефициране каматне стопе представља накнаду члановима управе.²⁰ Иако је дужност чланова управе да се старају да друштво не даје зајмове по неповољним каматним стопама, они своју дужност не би прекршили ако је смисао повољних камата или бескаматних зајмова у давању накнаде за извршене услуге управљања и пословођења.²¹

б) *Отпуст дуга.* – Друга повлашћена клаузула у уговорима о корпоративном зајму тиче се могућег отпуста дуга. Ово је најзначајнија погодност коју чланови управе могу очекивати од корпоративног зајма. Она се често уговара, а у многим случајевима друштва опраштају дуг члану управе и када то није било предвиђено.²² Према томе, чак и уговори који немају ову клаузулу могу подстаћи директоре на добар учинак, јер они очекују да ће им друштво касније опростити дуг. Оваква пракса је узела маха, тако да се у неким друштвима подразумева да ће након одређеног периода дуг бити отпуштен. Пре-

¹⁸ Према истраживањима спроведеним у САД, око 25% друштава даје бескаматне корпоративне зајмове. Р. Hodgson, „My Big Fat Corporate Loan“, *The Corporate Library*, 2002, доступно на адреси: http://www.thecorporatelibrary.com/product_documents/1518_my_big_fat_corporate_loan.pdf, 15.11.2010., 2.

¹⁹ Емпиријски подаци показују да висина каматне стопе често зависи од намене корпоративног зајма. Више вид. К. Shastri, К. М. Kahle, 5 6.

²⁰ L. A. Bebchuk, J. M. Fried, *Pay Without Performance The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, Cambridge MA London 2004, 115.

²¹ R. Watter, K. Maizar, „Structure of Executive Compensation and Conflicts of Interests Legal Constraints and Practical Recommendations under Swiss Law“, L. Thévenoz, R. Bahar (eds.), *Conflicts of Interest Corporate Governance & Financial Markets*, Kluwer Law International, Genève Zurich Bâle 2007, 61.

²² Овде треба имати у виду да за пуноважност споразума о отпусту дуга није прописана нека посебна форма, односно није потребно да буде закључен у писаној форми као ни уговор о корпоративном зајму. Упор. ЗОО, чл. 344(2).

ма критичарима инсајдерског задуживања, посебан проблем наступа у ситуацији када друштва у лошој финансијској ситуацији почну да опраштају дугове.²³

Друштва могу опростити главницу дуга, камате, неки проценат главнице или камата, или цео дуг. Према неким истраживањима отпуст дуга користи око 25% друштава у САД,²⁴ што указује на то да је ово прилично распрострањена пракса.

Отпуст дуга се најчешће везује за протек одређеног времена. Члану управе се ставља у изглед да ће му дуг бити опроштен ако до одређеног тренутка остане у друштву. Што је дужи период за отпуст дуга, то је већи његов подстицајни ефекат. Опроштај се заснива на јасној пословној стратегији, јер се користи као средство за задржавање квалитетних појединаца.²⁵ Чланови управе имају финансијски стимуланс да остану у друштву барем до времена када се очекује отпуст дуга.

Постоји опасност да се отпуст дуга члановима управе квалификује као неки од института којима се нарушава принцип целовитости основног капитала (на пример, отпуст се може посматрати као супротан забрани потпуног или делимичног опроштаја обавезе уношења улога, као начин заобилажења законом прописаног начина расподеле добити, као супротан забрани пружања финансијске подршке за стицање својих акција, као непоштовање одредаба о ограничењима плаћања, и сл.).²⁶ Међутим, ако се отпуст схвати као врста накнаде, он неће бити противан принципу целовитости основног капитала.²⁷

в) *Необезбеђеност*. – Следећа погодност корпоративних зајмова односи се на њихов специјалан третман у погледу обавезе пружања средства обезбеђења зајмодавцу. Наиме, код њих се или не захтева обезбеђење или се као обезбеђење дају акције друштва чије се стицање финансира овим зајмом.²⁸ Акције које служе као средство обезбеђења се најчешће не смеју отуђити све док се зајам не врати. И поред могућег проблема ликвидности, коришћење акција као сред-

²³ S. A. Power, 915.

²⁴ P. Hodgson, 2.

²⁵ S. A. Power, 914.

²⁶ О принципу целовитости (неокрњености) основног капитала акционарског друштва више вид. М. Васиљевић, *Компанијско право право привредних друштава*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2009⁴, 304 305; Н. Јовановић, „Капитал привредног друштва“ (ур. М. Васиљевић, В. Радовић), *Корпоративно управљање други део (Зборник радова)*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2009, 175 177.

²⁷ R. Watter, K. Maizar, 62.

²⁸ P. Hodgson, 2.

ства обезбеђења се не оспорава.²⁹ Овај проблем посебно добија на актуелности у време погоршања финансијског положаја друштва.

1.7. Наменски зајам

Зајмови се према намени деле на ненаменске, које зајмопримац може користити у било коју сврху, и наменске, код којих се уговором унапред утврђује намена за коју се примљена средства морају користити. Корпоративни зајмови су увек наменски.³⁰ Путем контроле коришћења одобрених средстава друштво може да постигне и друге корисне циљеве (на пример, да додатно веже члана управе за себе). Корпоративни зајмови се према намени могу поделити у две групе: зајмови за пресељење и зајмови за куповину акција и акцијских опција.³¹

а) *Зајмови за пресељење*. – Зајмови за пресељење (зајмови за останак, енгл. *relocation loans*) су врста корпоративних зајмова, који се користе за куповину стана, аутомобила и других ствари потребних за живот у једном месту. Они у правом смислу те речи представљају супститут за фиксну накнаду. Уместо да се члановима управе да већа накнада (на пример, у виду иницијалних бонуса), и тако омогући потпуна слобода коришћења средстава, зајмови за пресељење имају ограничавајући карактер, јер се њима постижу и други циљеви.³² Они се најчешће користе у ситуацијама када друштво жели да ангажује неког менаџера, који не живи у месту у коме треба да обавља своју делатност. Корпоративни зајам за пресељење треба да помогне члану управе да лакше преброди пресељење (на пример, да купи стан у новом граду, док још није продао стари).³³ Иако су примарно замишљени као зајмови за „регрутовање талентованих кадрова“, они се користе и за њихово задржавање. Претпоставка је да ће чланови управе који уложе већа средства у уређење свог животног простора, бити више везани за њега, а посредно и за компанију у којој раде.³⁴ Због циља који се жели постићи, камате код ових врста зајмова су најниже.

²⁹ R. Watter, K. Maizar, 61 62.

³⁰ Ненаменски корпоративни зајмови су неприхватљиви из угла теорије. Упор. Р. Hodgson, 3.

³¹ Лимитирање корпоративних зајмова на наведене намене може ограничити могућност злоупотреба. Вид: В. Kim, „Recent Developments Sarbanes Oxley Act“, *Harvard Journal on Legislation* 40/2003, 249 250. О другим врстама корпоративних зајмова вид. Р. Hodgson, 5.

³² J. W. Bernard, 261 262.

³³ S. A. Power, 935.

³⁴ У том смислу се о њима говори као врсти која спада у ширу категорију тзв. „златних лисица“ (енгл. *golden handcuffs*).

б) *Зајам за куповину акција и акцијских опција*. – Зајам за куповину акција или акцијских опција се користи као алтернатива давању накнада у акцијама или акцијским опцијама.³⁵ Према неким истраживањима ове врсте корпоративних зајмова доминирају.³⁶ Њихова основна предност је у томе што подстичу развој акционарства међу члановима управе. На питање зашто се то не чини директнијим начинима (давањем накнаде засноване на акцијама), одговор би могао бити да се овим путем чланови управе терају да акције или акцијске опције купују сопственим средствима, добијеним у виду позајмљеног капитала, што појачава њихову одговорност.³⁷ Корпоративни зајмови за куповину акција се највише користе за уговоре са члановима управе који имају мало капитал-учешће, док су зајмови за куповину акцијских опција чешћи у уговорима са члановима управе са великим капитал-учешћем и високим накнадама.³⁸

1.8. Дефиниција корпоративног зајма

Сумирајући све специфичности корпоративног зајма у односу на класичан уговор о зајму, може се формулисати следећа дефиниција:

Корпоративни зајам је дугорочан и наменски уговор о зајму са повлашћеним клаузулама (нижа каматна стопа, могућност отпуста дуга и/или необезбеђеност) којим се акционарско друштво обавезује да преда у својину члану управе или са њим повезаном лицу одређени износ новца, а члан управе се обавезује да му после извесног времена врати исти износ новца.

2. ЗАКОНСКИ НАЧИНИ УРЕЂИВАЊА КОРПОРАТИВНИХ ЗАЈМОВА

Постоје три основна законодавна приступа регулисању корпоративних зајмова: традиционалан, конзервативан и модеран.

2.1. Традиционалан приступ – примена општих правила о сукобу интереса

Под традиционалним приступом се подразумева непостојање специфичних правних правила која уређују корпоративне зајмове.

³⁵ P. Hodgson, 3; R. Watter, K. Maizar, 61.

³⁶ Корпоративни зајмови у акцијама чине око 39%, док зајмови у акцијским опцијама чине око 28% свих корпоративних зајмова. Вид. K. Shastri, K. M. Kahle, 10.

³⁷ R. Watter, K. Maizar, 62.

³⁸ K. Shastri, K. M. Kahle, 5 6.

Наравно, то не значи да су корпоративни зајмови неуређени, већ само да не постоје правила која се примењују искључиво на њих. Корпоративни зајмови су уџбенички пример сукоба интереса, који треба и решавати у оквиру тог института. Према томе, они нису препознати као проблем који заслужује посебну пажњу, ван правила о сукобу интереса. Општа правила о сукобу интереса су у том смислу довољна.

Србија, попут већине европско-континенталних правних система, не уређује корпоративне зајмове.³⁹ Чланови управе, као лица која имају дужности према друштву, имају начелну обавезу да не користе имовину друштва у личном интересу. Конкретније, сваки правни посао у коме је лични интерес члана управе потенцијално неконвергентан интересима друштва, мора бити посебно одобрен. Код корпоративних зајмова, члан управе је уговорна страна или је уговорна страна са њим повезано лице, тако да је испуњен основни услов за примену правила о сукобу интереса. Уговор о корпоративном зајму је пуноважан ако се испуни један од два алтернативно постављена услова:

- први, уговор је у интересу акционарског друштва у време закључења или у време извршења – у контексту уговора о корпоративном зајму примена овог услова је проблематична, јер посматрано само кроз призму уговорних одредаба, уговор ће ретко бити у интересу друштва (неповољна каматна стопа, одложени отпуст дуга, неадекватно обезбеђење, и сл.), док би се посматрано из угла потенцијалних ефеката на мотивацију чланова управе могао извести супротан закључак;
- други, уговор може бити одобрен већином гласова незаинтересованих чланова управног одбора, а у случају да таква већина не постоји, већином гласова незаинтересованих акционара. У оба случаја лицима која одлучују о одобрењу морају бити откривене или иначе познате све битне чињенице повезане са личним интересом.⁴⁰ Одобрење управног одбора је уобичајен начин разрешења проблема сукоба интереса. Међутим, да ли је то право решење и за корпоративне зајмове? Чини се да би одговор на наведено питање морао да буде негативан. Незаинтересовани чланови управног одбора ће по правилу гласати за предложени зајам, јер се у пер-

³⁹ Слично правило прихвата и амерички *Model Business Corporation Act*, који је својим изменама из 1989. године укинуо специфична правила о корпоративним зајмовима.

⁴⁰ О правилима о сукобу интереса у Србији вид. Закон о привредним друштвима ЗОПД, *Службени гласник РС*, бр. 125/2004, чл. 31, 33 35.

спективи и они могу наћи у истој ситуацији. Српско решење има још један недостатак, а тиче се недовољне прецизности обавезе откривања свих битних чињеница у контексту корпоративних зајмова. Упутније би било да се за корпоративне зајмове предвиде посебна правила о томе шта се све обавезно обелодањује пре гласања.

Из наведеног се може закључити да је Србија прихватила принцип условне дозвољености корпоративних зајмова. Општа регулатива сукоба интереса није довољна за адекватно уређивање корпоративних зајмова. Из тог разлога, у Србији би *de lege ferenda* требало размишљати о увођењу посебних правила која би била прилагођена само овој врсти накнаде.

2.2. Конзервативан приступ – апсолутна забрана корпоративних зајмова

Конзервативан прилаз подразумева постојање правила о апсолутној забрани давања корпоративних зајмова. На изненађење стручне и научне јавности, САД су прихватиле овакво становиште. Ово је зачуђујуће посебно имајући у виду да се на САД увек гледа као на предводницу нових тенденција и најмодернијих решења у области права акционарских друштава, која у великом броју случајева због своје софистицираности и сложености нису применљива у остатку света. Шта се то онда догодило са корпоративним зајмовима? Да би се на ово питање одговорило, потребно је укратко приказати историју корпоративних зајмова у САД. Она ће објаснити зашто су се Американци определили за овако конзервативно решење.⁴¹

На почетку америчке корпоративне историје, зајам члановима управе је био забрањен. Касније се ово правило мењало, тако да су временом све државе увеле у своје компанијске законе одредбе којима под одређеним условима дозвољавају корпоративне зајмове. Услови под којима су корпоративни зајмови били дозвољени су се разликовали од државе до државе, а и одредбе су се стално мењале.⁴² Посматрано у целини, био је уочљив јасан тренд ка либерализацији правила о давању корпоративних зајмова, а носилац тих промена је као и увек било право Делавера. Илустративан је у том погледу пример Модел закона, који је првобитно садржао забрану корпоративних

⁴¹ Више о историјату корпоративних зајмова у САД вид. J. W. Bernard, 240 246; D. M. Branson, *Corporate Governance*, The Michie Company, Charlottesville 1993, 452 454; S. A. Power, 913 919.

⁴² R. Romano, „The Sarbanes Oxley Act and the Making Quack Corporate Governance“, *ECGI Finance Working Paper* No. 52/2004, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=596101>, 19.7.2009., 87.

зајмова (1949. године), након тога их је дозволио али уз сагласност акционара (1969. године), па је касније тај услов заменио са одлуком управног одбора којом треба да се утврди да је зајам у интересу друштва (1985. године), да би на крају укинуо посебан третман корпоративних зајмова и подвео их под општа правила о сукобу интереса (1989. године).⁴³ Као што се примећује, све је ишло у правцу који се и очекује од САД. Међутим, онда се десио велики заокрет.

Корпоративни зајмови 90-их година постају све популарније средство за ангажовање и задржавање чланова управе.⁴⁴ Они су толико били уобичајени да су почели да се препоручују као стандардан део пакета накнада извршним руководиоцима, а користили су га сви, од новооснованих друштава до Мајкрософта.⁴⁵ Временом су корпоративни зајмови попримили две негативне карактеристике: постали су претерано високи, а намена им је била неадекватна. Према неким подацима, просечан износ корпоративног зајма је износио око 5,5 милиона долара, а укупна задуженост чланова управе око 5,5 милијарди долара, од чега је милијарду долара опроштено.⁴⁶ Износ добијен од зајма није коришћен на начин који би повезивао интересе друштва и чланова управе, већ је новац трошен на луксуз. Зајмови које је примио *Dennis Kozlowski* генерални директор корпорације *Tyco*,⁴⁷ *Bernard Ebbers* генерални директор корпорације *WorldCom*,⁴⁸

⁴³ D. M. Branson, 452.

⁴⁴ K. Shastri, K. M. Kahle, 2.

⁴⁵ S. A. Power, 914.

⁴⁶ Наведено према: S. A. Power, 911.

⁴⁷ Злоупотребе које је *Dennis Kozlowski* извршио од 1995. године имају епске размере. Ипак, најупечатљивију слику оставља списак луксузних ствари које је куповао и финансирао новцем добијеним од зајмова (на пример, рођенданска прослава супруге на Сардинији са скулптуром Микеланђеловог Давида од леда из кога излази ликер, вредна два милиона долара, 17.100 долара вредан покретни тоалет, 15.000 долара вредно постоље за сунцобран у облику пудлице, 6.300 долара вредан прибор за шивење, 6.000 долара вредна завеса за купатило кућне помоћнице, 445 долара вредан јастук за игле, и сл.). Више вид. В. White, „Tyco Report Paints Picture of Greed“, *Washington Post*, 17.9.2002, E1; М. Т. Henderson, J. C. Spindler, „Corporate Heroin: a Defense of Perks, Executive Loans, and Conspicuous Consumption“, *Georgetown Law Journal* 93/2005, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=597661>, 19.7.2009., 3; S. A. Power, 911.

⁴⁸ *Bernard Ebbers* је у америчкој корпоративној историји познат као генерални директор са највећим дуговањем према свом друштву по основу примљених зајмова. Он је у периоду од септембра 2000. до почетка 2002. године директно или индиректно узео зајмове са бенефицираном каматном стопом, вредне више стотина милиона долара, што је чинило око 20% новчаних средстава у билансу стања друштва. Када је напустио друштво, његово дуговање је износило око 408 милиона долара. Већи део тог новца није никада наплаћен. Више вид. L. A. Bebchuk, J. M. Fried, 113; A. M. Sroka, „Sarbanes Oxley Act Hastily Extinguishes Executive Loans: Recommending Less Drastic Regulatory Alternatives“, *Suffolk University Law Review* 38/2005, 888-890.

директори друштва *Conseco*,⁴⁹ породица *Rigas* од друштва *Adelphia*,⁵⁰ само су неки од драстичних случајева неоправданог расипања имовине друштва коришћењем корпоративних зајмова.

При таквим околностима десио се финансијски колапс *Enron*-а, *WorldCom*-а и других корпоративних гиганта. Америка је на новонасталу кризу реаговала брзо и ефикасно, формулисањем предлога Сарбејнс-Окслијевог закона, који је представљао „одговор на специфичан сет уочених проблема у корпоративном управљању“.⁵¹ У том контексту је посебна пажња усмерена ка корпоративним зајмовима. Они су се посматрали као један од посредних узрочника пољуљаног поверења у финансијско тржиште. Подаци о енормном задуживању чланова управе и бестидном трошењу на раскалашан живот су постали омиљена тема америчких медија.⁵² Првобитно решење Сарбејнс-Окслијевог закона није имало за циљ да забрани корпоративне зајмове, већ да их учини транспарентнијим, увођењем бројних обавеза везаних за њихово објављивање. Изненада се у кампању умешала и извршна власт, на челу са председником Бушом, захтевајући од легислативе да оконча америчку праксу давања корпоративних зајмова. На предлог сенатора Чарлса Шумера, праћен помпезним речима и убеђујућим бројкама,⁵³ Сенат је у последњим фазама законодавног поступка изменио предложено правило, и забранио америчким друштвима да својим члановима управе дају зајмове.⁵⁴ Тако се Америка усвајањем члана 402 Сарбејнс-Окслијевог закона опет нашла тамо где је била пре пола века, али овога пута са много више искуства у овој области и горким укусом у устима што нису изабрали најбоље решење.

⁴⁹ Корпорација *Conseco* је имала праксу давања високих зајмова већем броју својих извршних руководилаца. Према подацима из 1999. године 175 милиона долара је дато генералном директору, а 375 милиона долара другим извршним директорима. Сви зајмови су дати за куповину акција. Губици које је *Conseco* претрпео и који су довели до реорганизације се значајним делом могу приписати дуговањима по основу корпоративних зајмова. Вид. L. A. Bebchuk, J. M. Fried, 112-113; Gary Strauss, 1B.

⁵⁰ Породица *Rigas* је од друштва *Adelphia* добила око 2,3 милијарду долара, од чега је највећи део дат у новцу, а за све то време компанија је исказивала велике губитке. Новац добијен од друштва је коришћен, између осталог, за куповину хокеј клуба, изградњу голф терена и продуцирање филма. Наведено према: S. A. Power, 918; A. M. Sroka, 891-892.

⁵¹ S. M. Bainbridge, *The Complete Guide to Sarbanes Oxley*, Adams Media, Avon MA 2007, 11.

⁵² О улози медија у поступку доношења Сарбејнс Окслијевог закона више вид. H. N. Butler, Larry E. Ribstein, *The Sarbanes Oxley Debacle*, The AEI Press, Washington DC 2006, 10-11.

⁵³ Наведено према: H. S. Bloomenthal, *Sarbanes Oxley Act in Perspective*, West Group, St. Paul, Minn. 2002, 89.

⁵⁴ Више о историји доношења ове одредбе Сарбејнс Окслијевог закона вид. S. A. Power, 917-919.

Очигледно је да Сарбејнс-Окслијев закон представља пример брзоплетог одговора датог у стању тржишне панике или оног што се у теорији зове „изненадни акутни регулаторни синдром“.⁵⁵ Члан 402 на најбољи начин потврђује овај закључак. Одредба је промењена у последњем тренутку, тако да о њој заправо и није било расправе (ни јавне, а ни парламентарне).⁵⁶ Метафора по којој је Конгрес на наведени начин извршио „операцију мозга мачетом“ можда се чини прејаком, али не и нетачном.⁵⁷

Један од проблема члана 402 тиче се чињенице да пре његовог усвајања није извршена економска анализа оправданости увођења таквог правила. Да је извршена, највероватније би показала да трошкови значајно превазилазе користи. Наиме, забрана корпоративних зајмова неће сама по себи утицати на смањење накнаде члановима управе, већ ће се друштва окренути ка неким другим видовима накнада, које чланови управе ниже вреднују у односу на зајам. Због тога ће долар друге накнаде бити скупљи од долара датог у виду зајма, што значи да ће се трошкови друштва повећати, а накнаде се неће снижавати.⁵⁸ Према томе, из економског угла ова норма је била потпуно неоправдана, због чега су јој неки аутори наденули епитет најскупље и најдиректније одредбе закона,⁵⁹ која је пример преоштре законодавне реакције.⁶⁰

Члан 402 чини се још необичнијим када се има у виду да ни критичари америчке корпоративне праксе давања зајмова извршним руководиоцима нису заговарали њено укидање.⁶¹ Напротив, предлагани су други начини превазилажења уочених проблема, од објављивања, преко увођења обавезне сагласности, до забрана само неких врста зајмова.⁶² Неспорно је да ће забрана у перспективи онемогућити зајмове сличне онима које су узимали *Dennis Kozlowski* и *Bernard Ebbers*, што је добра страна, али ће она исто тако забранити и продуктивну и легитимну употребу корпоративних зајмова, што је њена негативна страна.⁶³

⁵⁵ L. E. Ribstein, „Sarbox: the Road to Nirvana“, *Michigan State Law Review* 2004/2004, 293.

⁵⁶ R. Romano, 86 87; S. A. Power, 917.

⁵⁷ A. Osterland, „The Federal Ban on Corporate Loans Leaves Some Managers Scratching Their Heads“, *CFO Magazine*, 1.12.2002.

⁵⁸ Више: R. Romano, 89.

⁵⁹ H. N. Butler, L. E. Ribstein, 18, 47.

⁶⁰ M. T. Henderson, J. C. Spindler, 40.

⁶¹ Више: R. Romano, 87.

⁶² H. N. Butler, L. E. Ribstein, 47.

⁶³ A. Osterland.

У теорији се указује и да забрана уведена Сарбејнс-Окслијевим законом има и бројне правно-техничке недостатке. Члан 402 је прешироко постављен, тако да су многа питања остала отворена. Посебан је проблем што централни појмови нису дефинисани, а то је створило несигурност око утврђивања опсега забране.⁶⁴ Настала конфузија је узроковала нове трошкове, чиме се лоши ефекти настављају. У сваком случају, треба имати у виду да је ово само почетак реформе накнаде члановима управе у САД, а још није јасно у ком ће се правцу реформе даље наставити. Не би требало да изненади ако се корпоративни зајмови опет врате на америчку позорницу, али овога пута као условно дозвољена врста накнаде.

2.3. Модеран приступ – посебна правила о корпоративним зајмовима

Најмодерније је оно законодавно решење које дозвољава корпоративне зајмове, али уз обавезу испуњења одређених специфично формулисаних услова, применљивих искључиво на ову врсту накнаде. Компанијски закони Велике Британије, Делавера и германских држава представљају примере оваквог приступа, при чему је британски закон опрезнији и рестриктивнији, закон Делавера изразито либералан, док је германски приступ на пола пута између британског и делаверског.

2.3.1. Велика Британија⁶⁵

Велика Британија има дугу историју законског уређивања корпоративних зајмова, која датира још од 1948. године. Од тада је регулатива више пута мењана и унапређивана, али је основни принцип остајао исти – давање корпоративних зајмова је ограничено. Очигледна подозривост Британаца према овом институту је узроковала његову пренормираност.⁶⁶ У сваком случају, без обзира на комплексност и непрегледност тих правила, она у целини представљају успео законодавни покушај уређивања ове материје.

2.3.1.1. Правни послови обухваћени посебним правилима

Велика Британија прецизно дефинише правне послове који су обухваћени посебним правилима. Акционарска сагласност се тражи као услов за четири врсте правних послова: зајмове, квазизајмове,

⁶⁴ О проблемима тумачења основних појмова више Sean A. Power, 919 937.

⁶⁵ Слична правила се примењују и у Републици Ирској, ирски Компанијски закон (*Companies Act*, даље: ирски СА) из 1990. године, чл. 31 40.

⁶⁶ Британски СА, чл. 197 214.

кредитне правне послове и друге сличне правне послове.⁶⁷ За разлику од зајмова, остала три појма нису познати концепти. Идеја је да се забраном обухвате сви они правни послови који се по својој правној природи не би сматрали зајмовима, али чији би економски ефекат био исти. Због тога их неки аутори и називају индиректним зајмовима.⁶⁸

Квазизајам обухвата све оне правне послове код којих трећа страна позајмљује новчани износ члану управе, а који друштво касније плаћа. Укратко, друштво плаћа личну новчану обавезу члана управе, а он касније новац враћа друштву.⁶⁹ Квазизајам се најчешће примењује у вези са коришћењем кредитних карти друштва од стране члана управе за личне потребе (на пример, генерални директор у недостатку новца на летовању плати хотелски рачун кредитном картицом друштва). У таквој ситуацији друштво се обавезује да плати доспеле износе издаваоцу кредитне карте, а члан управе да друштву накнади плаћени износ. Да ове забране нема, директор би могао да истакне приговор по коме он није примио зајам од друштва, већ је зајам добило друштво од издаваоца кредитне карте.⁷⁰ У правном смислу би се овај аргумент могао прихватити, јер друштво не исплаћује директно износ члану управе. Међутим, суштински је реч о истој ситуацији као да је друштво позајмило средства члану управе да плати коришћени износ новца издаваоцу кредитне карте.⁷¹ Ограничењима су, осим давања зајма и квазизајма, обухваћени и давање гаранције или других видова обезбеђења у вези са зајмом или квазизајмом датим од стране трећег лица члану управе.

Кредитни правни послови су они правни послови код којих друштво члану управе обезбеђује одређену робу или услуге, уз обавезу члана да по протеклу одређеног рока изврши плаћање. Бројни су примери оваквих правних послова, а најпознатији би били уговор о финансијском лизингу, уговор о продаји са оброчним отплатама цене или са задржавањем права својине, уговор о промету услуга са одложеним плаћањем накнаде, и сл.

Други слични правни послови обухватају оне послове које треће лице закључи са чланом управе, а спадају у категорију зајмова, квазизајмова или кредитних правних послова, а у вези са којима друштво преузме одговорност за извршење обавезе члана управе.

⁶⁷ Британски СА, чл. 197 203. Слично ирски СА, чл. 31.

⁶⁸ N. Grier, *UK Company Law*, John Wiley & Sons, Chichester *et al.* 1998, 417 420.

⁶⁹ D. Keenan, J. Bisacre, 303 304.

⁷⁰ N. Grier, 418.

⁷¹ P. L. Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, London 2008⁸, 552.

Примера ради, ако банка да кредит члану управе, друштву не би било дозвољено да преузме дуг или да приступи дугу.

2.3.1.2. Скупштинска сагласност

Сви горенаведени правни послови су забрањени, осим ако скупштина акционарског друштва претходно не донесе одлуку којом одобрава правни посао.⁷² Како су ови правни послови потенцијално веома сложени, не чуди постојање детаљних законских правила и о томе шта се обавезно објављује пре давања сагласности.⁷³ Ти подаци морају нарочито да открију природу правног посла, вредност коју члан управе прима, намену за коју ће средства бити коришћена, као и процену висине одговорности друштва.⁷⁴

2.3.1.3. Изузетни случајеви

Имајући у виду широк домен примене правних послова чија је пуноважност условљена добијањем акционарске сагласности, закон је идентификовао ситуације у којима се она не захтева. Изузеци се заснивају или на претпостављено смањеном ризику од злоупотреба или на легитимитету правног посла.⁷⁵ Сагласност скупштине акционарског друштва се не захтева у следећим ситуацијама:⁷⁶

- зајам је дат члановима управе једночланог зависног акционарског друштва, при чему је матично друштво привредно друштво (изузетак за једночлано друштво);
- зајам даје стране привредно друштво својим члановима управе (изузетак за страна друштва);
- зајам не прелази одређени износ прописан законом (изузетак мале вредности);
- друштво врши плаћање својим члановима управе, а ради накнаде насталих или будућих трошкова у вези са обављањем послова за друштво (изузетак за трошкове пословања друштва);
- друштво финансира одбрану у парничном или кривичном поступку због наведеног поступања члана управе противно дужностима (изузетак за трошкове одбране);

⁷² Дозвољена је и могућност накнадног давања сагласности, али у том случају она мора бити дата у разумном року.

⁷³ P. L. Davies, 553.

⁷⁴ Више о начину презентовања података вид. D. Keenan, J. Bisacre, 307 308.

⁷⁵ P. L. Davies, 553.

⁷⁶ Британски СА, чл. 204 209. Слично ирски СА, чл. 32 37.

- зајам је дат члану управе од стране друштва које се професионално бави позајмљивањем новца, при чему уговор није закључен под повољнијим условима од оних који се разумно могу очекивати (изузетак за друштва којима је давање кредита основна делатност);
- зајам је дат повезаном друштву (изузетак за групације друштава).

2.3.1.4. Санкције

Доношењем новог Компанијског закона 2006. године, Велика Британија је укинула кривичне санкције за поступање противно правилима о акционарској сагласности за корпоративне зајмове, тако да су сада санкције искључиво грађанскоправне природе.⁷⁷ Оне се састоје у: 1. ништавости правног посла; 2. повраћају профита директно или индиректно оствареног тим правним послом; и 3. солидарној одговорности за накнаду штете друштву. Последње две санкције се односе само на чланове управе који су примили зајам, лица повезана са њима и директоре који су одобрили такав правни посао.⁷⁸

2.3.2. Делавер

Делавер је држава која је до доношења Сарбејнс-Оклијевог закона имала једно од најлибералнијих решења у погледу услова за давање корпоративних зајмова. Према њему, сваком акционарском друштву било је дозвољено да члану управе даје зајам, под условом да директори разумно очекују да ће зајам користити друштву.⁷⁹ Зајам може бити са каматом или без камате, може бити необезбеђен или обезбеђен на начин који управни одбор одобри, при чему се акције друштва могу користити као обезбеђење.⁸⁰

Основни проблем законског решења Делавера тицао се стандарда корисности за друштва. Постоји више начина на које зајам под повољним условима може користити друштву и у том смислу је тешко рећи у ком правцу треба усмерити анализу. Корист друштва се

⁷⁷ P. L. Davies, 550. Поређења ради, Сарбејнс Окслијев закон поступање противно забрани драконски санкционише са новчаном казном од 25 милиона долара и казном затвора до 25 година.

⁷⁸ Британски СА, чл. 213. Слично ирски СА, чл. 38.

⁷⁹ Овде треба додати две напомене: прва, закон не говори само о зајму, већ и о гаранцијама и асистирању на други начин; друга, делаверски закон има најшири персонални домен примене, јер се он не односи само на директоре друштва и њему зависног друштва, већ и на све запослене (због тога наслов члана и гласи: Зајмови запосленима и извршним руководиоцима).

⁸⁰ Делаверски Основни закон о акционарским друштвима (*General Corporation Law*, даље: GCL) из 1967. године, § 148.

може посматрати из угла општих перформанси друштва (на пример, повећања вредности његових акција, повећања тржишног учешћа његових производа, јачања везе са снабдевачима и потрошачима, повећања продуктивности, побољшања јавног имиџа), из угла самих уговорних одредаба (на пример, повољна каматна стопа), али и кроз повољне ефекте на самог корисника зајма (на пример, већа лојалност према друштву, охрабривање бољег учинка, повољни услови).⁸¹ Стандард је очигледно еластичан, а питање је да ли ће се иједан судија усудити да преиспитује одлуку да се од зајма датог одређеном члану управе разумно може очекивати да користи друштву.⁸² Да ли је овде реч о стандарду без стандарда?⁸³

2.3.3. Германски систем

Немачка, Аустрија, Словенија и Хрватска уређују давање зајмова члановима управног одбора, члановима надзорног одбора и члановима њихове уже породице.⁸⁴ Давање зајмова осталим лицима (на пример, акционарима и запосленима) је слободно и законски неуређено.

2.3.3.1. Услови за давање кредита

Давање кредита члановима управе је оптерећено следећим условима:⁸⁵

- *Обавезна сагласност надзорног одбора.* – Зајам се може дати само на основу одлуке надзорног одбора. Према томе, исти орган је надлежан за давање зајмова својим члановима, али и члановима управног одбора. Одлука скупштине акционарског друштва не може да надомести одобрење надзорног одбора.⁸⁶ У случају да се два друштва налазе у одно-

⁸¹ J. W. Bernard, 256, 261.

⁸² B. Sullivan, D. S. Young, „Officers and Directors“, *Wayne Law Review* 18/1972, 969.

⁸³ J. W. Bernard, 258.

⁸⁴ Немачки Закон о акцијама AktG (*Aktiengesetz*) из 1965. године (са изменама до 2009. године), чл. 89, 115; аустријски Закон о акцијама AktG (*Aktiengesetz*) из 1965. године (са изменама до 2009. године), чл. 80; словеначки Zakon o gospodarskih družbah ZGD (*Uradni list*, бр. 65/2009), чл. 261; хрватски Zakon o trgovinskim društvima ZTD (*Narodne novine*, бр. 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07 и 146/08), чл. 249, 271.

⁸⁵ Немачки AktG, чл. 89(1), 115(1); аустријски AktG, чл. 80(1); словеначки ZGD, чл. 261(1,2); хрватски ZTD, чл. 249(2), 271(2).

⁸⁶ Овакво решење није прихваћено у САД и Великој Британији. Вид. H. Fleischer, „Aktienrechtliche Zweifelsfragen der Kreditgewährung an Vorstandsmitglieder“, *WM Zeitschrift für Wirtschafts und Bankrecht* 22/2004, 1067.

су матичног и зависног, одлуку о давању зајмова члановима управе зависног друштва од стране матичног друштва, као и одлуку о давању зајмова члановима управе матичног друштва од стране зависног друштва, увек даје надзорни одбор матичног друштва.⁸⁷

- *Конкретизована одлука надзорног одбора.* – Одлука надзорног одбора мора имати одређену минималну садржину.⁸⁸ Она се мора односити само на одређен уговор о зајму или врсту зајма. Такође, у одлуци се морају одредити камате и начин враћања кредита. Отуда се може закључити да надзорном одбору није допуштено давање опште сагласности,⁸⁹ бланко сагласности, као ни одобравање уговора о зајму конклюдентним радњама.⁹⁰
- *Рок за закључење уговора.* – Уговор о зајму се мора закључити у року од три месеца од дана доношења одлуке надзорног одбора о одобравању зајма.⁹¹

2.3.3.2. Изузетак за мале зајмове

Законом је прописан само један изузетак од обавезе прибављања сагласности надзорног одбора, а он се односи на тзв. мале зајмове. Мали зајам обухвата износ који не прелази висину месечне зараде члана управе. Под месечном зарадом треба сматрати 1/12 бруто годишње зараде члана управе, укључујући и фиксирани уговорене бонусе и неновчане накнаде.⁹² У случају да зајам премашује месечну накнаду члана управе, надзорни одбор даје одобрење на целокупан износ зајма, а не само за део који премашује минималан износ.⁹³

2.3.3.3. Санкције

Склапање уговора о зајму који не испуњава све законске услове не води ништавости овог правног посла, попут британског решења,

⁸⁷ Немачки AktG, чл. 89(2), 115(2); аустријски AktG, чл. 80(1); словеначки ZGD, чл. 261(3); хрватски ZTD, чл. 249(1), 271(1).

⁸⁸ С. Н. Сеibt у: К. Schmidt, М. Lutter (Hrsg.), *Aktiengesetz Kommentar*, I. Band, Verlag Dr. Otto Schmidt KG 2008, 1003.

⁸⁹ К. Schmidt, *Gesellschaftsrecht*, 4. Auflage, Carl Heymanns Verlag, Köln Berlin Bonn München 2002, 895.

⁹⁰ U. Hüffer, *Aktiengesetz*, 6. Auflage, Verlag C. H. Beck, München 2004, 444.

⁹¹ О разлозима за увођење овог рока Ј. Barbić, *Pravo društava društva kapitala*, друго и допуњено издање, Organizator, Zagreb 2001, 355.

⁹² U. Hüffer, 444; С. Н. Сеibt у: К. Schmidt, М. Lutter (Hrsg.), 1002 1003; G. Spindler у: W. Goette, М. Habersack, S. Kalss (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 2, Verlag C. H. Beck/Verlag Franz Vahlen, München 2008, 435 436.

⁹³ U. Hüffer, 444.

већ настанку обавезе зајмопримца да зајам одмах врати друштву у целости, без обзира на одредбе уговора.⁹⁴ Овде се не ради о захтеву из неоснованог обogaћења, већ о уговорном захтеву са законски утврђеном доспелошћу.⁹⁵ Акционарско друштво има право на сразмеран део камата и задржава евентуално прибављена обезбеђења.⁹⁶ Прихваћена санкција се објашњава тиме да је прописана забрана уперена против друштва, а не против уговора о зајму као таквог.⁹⁷ Законом није направљена разлика између непоштовања различитих услова за давање кредита, што значи да неиспуњење било ког услова води обавези враћања кредита. Према томе, правне последице не важе само у случају недоношења одлуке надзорног одбора, већ и у случају непоштовања других прописаних услова за давање кредита (на пример, уговор о зајму је склопљен четири месеца након доношења одлуке о одборавању зајма или је зајам дат без камате или са нетржишном каматом).⁹⁸ Надзорни одбор може и накнадно донети одлуку којом одобрава давање зајма, а одлука мора бити у складу са одредбама закона. Давање зајма члану управног одбора од стране самог управног одбора се према општим правилима третира ништавим правним послом.⁹⁹

3. КОРПОРАТИВНИ ЗАЈМОВИ *PRO ET CONTRA*

Да ли је оправдано забрањивати корпоративне зајмове? Да би се одговорило на постављено питање, биће указано на основне аргументе којима се коришћење корпоративних зајмова дискредитује, односно оправдава.

У теорији су истакнути бројни аргументи против давања зајмова члановима управе од стране акционарског друштва. Међу њима се као најзначајнији издвајају:

- Чињеница да друштво којим управљају и руководе чланови управе даје зајмове тим истим члановима управе представља плодно тле за бројне злоупотребе.¹⁰⁰ Корпоративна искуства

⁹⁴ Немачки AktG, чл. 89(5), 115(4); аустријски AktG, чл. 80(4); словеначки ZGD, чл. 261(4); хрватски ЗТД, чл. 249(3), 271(3).

⁹⁵ U. Hüffer, 445; H. Fleischer, 1067.

⁹⁶ H. Fleischer, 1067.

⁹⁷ C. H. Seibt у: K. Schmidt, M. Lutter (Hrsg.), 1006; Holger Fleischer, 1066.

⁹⁸ U. Hüffer, 445; V. Gorenc, V. Buljan, Z. Česić, V. Brkanić, *Komentar Zakona o trgovačkim društvima*, IV. Izmenjena i dopunjena naklada, RRIF, Zagreb 2008, 479.

⁹⁹ H. Fleischer, 1066; H. Fleischer у: G. Spindler, E. Stilz (Hrsg.), *Kommentar zum Aktiengesetz*, Band I, Verlag C. H. Bech, München 2007, 884; G. Spindler у: W. Goette, M. Habersack, S. Kalss (Hrsg.), 444.

¹⁰⁰ S. A. Power, 915.

многих држава, а нарочито САД, на најбољи начин потврђују потенцијал за манипулације који ова врста накнаде члановима управе носи у себи, као и склоност људи да их учестало користе на неадекватан начин. Због тога се и сматра да они представљају „екстремно опасну праксу“.¹⁰¹

- Корпоративни зајмови исушују новчане резерве друштва, што у великом броју случајева води неефикасној употреби средстава. Касније пословање друштва може показати да је то била кобна грешка, јер друштво постаје инсолвентно, а члан управе не може да врати зајам. У крајњем ефекту највећи губитници су акционари и повериоци друштва.
- Зајмови могу представљати лак начин заобилажења ригорозних правила о располагању капиталом друштва. Ову опасност апострофира и чињеница да се правни посао може представити као зајам, иако се иза њега суштински крије поклон (на пример, због постојања могућности каснијег отпуста дуга).¹⁰²
- Корпоративни зајмови представљају пример камуфлирања накнаде. Они су очигледно нетранспарентан облик накнаде, јер чланови управе добијају високе износе, који су често независни од учинка, а при том успевају да се лако сакрију од очију јавности.¹⁰³ Често је непостојање обавезе објављивања један од скривених мотива за коришћење овог вида накнаде, јер ако се он пореди с акцијским опцијама, уочавају се значајне предности.¹⁰⁴
- Корпоративни зајмови су скупи, јер их чланови управе мање вреднују у односу на фиксну накнаду, а друштво коштају исто.¹⁰⁵
- Наменски карактер зајма се у пракси показао као прилично непоуздан начин везивања члана управе за интересе друштва. Корпоративни зајмови, и поред тога што се најчешће дају за куповину акција или акцијских опција друштва, нису довели до значајнијег раста директорског акционарства. Према истраживањима спроведеним у САД, зајам који омогућава члану управе да купи 100 акција друштва, повећава његово

¹⁰¹ H. Marsh, Jr., „Are Directors Trustees“, *Business Lawyer* 22/1966, 68.

¹⁰² P. L. Davies, 550.

¹⁰³ L. A. Bebchuk, J. M. Fried, 112.

¹⁰⁴ Више о предностима корпоративних зајмова у односу на акцијске опције вид. L. A. Bebchuk, J. M. Fried, 117.

¹⁰⁵ M. T. Henderson, J. C. Spindler, 31.

акционарство за свега осам акција.¹⁰⁶ Разлог за овакву нелогичну последицу је у томе што чланови управе истовремено са куповином нових акција, продају старе акције, због чега њихов проценат учешћа у основном капиталу друштва остаје непромењен.¹⁰⁷ Тиме се читав систем обесмишљава, јер наменски зајам у практичном смислу постаје ненаменски.

- Следећи аргумент се односи на неоправданост заобилажења банкарских кредита од стране чланова управе. „Зашто ови супербогати извршни директори не би отишли до оближње банке... као и сви други и узели кредит?“¹⁰⁸ Непожељно је да чланови управе позајмљују новац од свог друштва, јер ако директор може да понуди друштву адекватно средство обезбеђења онда њему неће бити проблем да узме кредит од банке, а ако не може да понуди средство обезбеђења, онда би било неправично да добије корпоративни зајам који не може нигде другде да добије.¹⁰⁹

Не може се спорити да корпоративни зајмови индукују стварање значајних трошкова. Међутим, постоје бројни аргументи којима се пледира у прилог дозвољености корпоративних зајмова. Они се углавном фокусирају на истицање у први план неколико чињеница:

- Смањујући агенцијске проблеме, корпоративни зајмови могу бити коришћени као ефикасан начин уједначавања интереса чланова управе и акционара.¹¹⁰ Тај ефекат се постиже, пре свега, правилним утврђивањем намене за коју се зајам даје (куповина акција, акцијских опција и места за становање), уговарањем дугог рока за његово враћање и обазривим коришћењем повлашћених клаузула. Правилно кројен,

¹⁰⁶ K. Shastri, K. M. Kahle, 6, 13 14. Исти аутори закључују да је ситуација боља када се корпоративни зајмови дају члановима управе са ниским капитал учешћем у друштву.

¹⁰⁷ Интересантно је да друштва када дају зајам члановима управе за куповину акција не забрањују овим лицима да симултано продају раније стечене акције друштва. Вид. L. A. Bebchuk, J. M. Fried, 114.

¹⁰⁸ Ово су речи којима је сенатор Шумер правдао увођење забране давања корпоративних зајмова у Сарбејнс Окслијеовом закону.

¹⁰⁹ На сличан начин је Коенова комисија (енгл. *Cohen Committee*) 1945. године оправдала своју препоруку да се забране корпоративни зајмови. Наведено према: Paul L. Davies, 550.

¹¹⁰ Више: K. Shastri, K. M. Kahle, 2; R. Watter, K. Maizar, 61. Више о уједначавању интереса чланова управе и акционара као начину разрешења првог акционарског проблема вид. В. Радовић, „Утицај агенцијских проблема на право акционарских друштава и корпоративно управљање“, *Корпоративно управљање зборник радова* (ур. М. Васиљевић, В. Радовић), Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2008, 248 250; М. Васиљевић, „Корпоративно управљање и агенцијски проблеми (I део)“, *Анали Правног факултета у Београду* 1/2009, 11 12.

зајам може бити компатибилан са дугорочним интересима друштва (пре свега, подстицањем менаџерског акционарства), односно комплементаран са другим видовима накнаде које се заснивају на учинку.

- Корпоративни зајмови могу служити за привлачење, али и задржавање успешних менаџера, о чему је већ било речи.
- Посматрано из угла могућих злоупотреба, чини се да корпоративни зајмови као врста накнаде нису подложнији манипулацијама од неких других видова накнада (на пример, бонуса, акцијских опција, и сл.). Да ли то значи да треба заштитити све врсте накнада које се могу злоупотребити?
- Корпоративни зајмови омогућавају члановима управе да остваре пореске погодности, које им нису доступне код других врста накнада.¹¹¹
- Забрана корпоративних зајмова би имала вишеструке негативне ефекте. Прво, она би погодила велики број недужних друштава, која овај вид накнаде успешно користе ради максимизирања сопствених користи.¹¹² Друго, скидање зајмова са менија накнада ће преусмерити друштва ка другим, неефикаснијим и скупљим накнадама (на пример, бонусима). Треће, из угла корпоративног планирања, једна накнада мање значи и једну шансу мање да се оптимизира пакет накнада члановима управе.

4. ПОЖЕЉНИ ПРАВЦИ БУДУЋЕ ЗАКОНСКЕ РЕГУЛАТИВЕ КОРПОРАТИВНИХ ЗАЈМОВА У СРБИЈИ

Циљ законске регулативе корпоративних зајмова је да спречи расипање корпоративне имовине, да онемогући незаконито извлачење капитала из друштва и да ограничи директоре да користе предности својих позиција како би себи и својим колегама дали неоправдане зајмове, а све с идејом да се на најбољи начин заштите интереси поверилаца и акционара друштва.¹¹³ Имајући у виду могућност и праксу злоупотреба корпоративних зајмова, треба се заложити за њихово детаљно законско уређење. Чини се да адекватна законска регулати-

¹¹¹ Више: K. Shastri, K. M. Kahle, 2; S. A. Power, 915; R. Watter, K. Maizar, 61; A. M. Sroka, 884.

¹¹² Критика корпоративних зајмова не треба да се сведе само на анализу бом бастичних скандала.

¹¹³ P. W. Eaton, Jr., „Corporations General Effect of Statutes Prohibiting Corporate Loans to Directors, Officers and Stockholders“, *Michigan Law Review* 48/1949, 214.

ва може ову врсту накнаде из проблематичне да пребаци у пожељну зону.

Основни правци будућег развоја корпоративних зајмова у Србији треба да се заснивају на следећим поставкама:

1. општа правила о сукобу интереса нису довољна, због чега се треба заложити за развој специфичне регулативе која би уређивала само материју корпоративних зајмова;
2. корпоративни зајмови треба да буду условно дозвољени, при чему се као најлогичнији услов намеће сагласност скупштине акционарског друштва;¹¹⁴
3. законом је потребно уредити као минимум следећа питања везана за корпоративне зајмове: а) персонални домен примене (посебно осетљиво може бити питање да ли правила треба да се односе и на зајмове дате акционарима и запосленима у друштву); б) појам уговора о корпоративном зајму у ширем смислу те речи (правилима не треба обухватити само уговор о зајму, већ и друге правне послове којима се остварује исти или сличан економски ефекат); в) изузеци од обавезе прибављања сагласности скупштине; г) начин благовременог и потпуног информисања скупштине о свим релевантним питањима корпоративног зајма на који скупштина даје сагласност; и д) санкције у случају непоштовања законских правила. У том смислу се британска регулатива, уз одговарајућа поједностављивања, може сматрати успешним и пожељним моделом, коме српски прописи о корпоративним зајмовима треба да теже.

Ако се Србија ипак определи за наставак примене општих правила о сукобу интереса на корпоративне зајмове, онда је од великог значаја да се уведе још неколико додатних правила, којима би се појачала сигурност и смањила могућност злоупотреба. Та правила се пре свега односе на: а) обавезно објављивање података о корпоративним зајмовима на годишњој седници скупштине (у укупном износу и за сваког члана управе појединачно, са навођењем основних одредаба уговора);¹¹⁵ и б) солидарну одговорност чланова управног одбора који су одобрили уговор о зајму.¹¹⁶

¹¹⁴ Као додатак овом правилу може се предвидети и забрана корпоративних зајмова који прелазе одређени износ. На тај начин би се друштва заштитила од преко мерних задуживања чланова управе. Више о овом предлогу вид. А. М. Sroka, 899-900.

¹¹⁵ Многи од контроверзних случајева корпоративних зајмова у САД се највероватније не би ни десили да су у то време постојала адекватна правила о објављивању података.

¹¹⁶ О неким могућим законодавним начинима увођења одговорности чланова управног одбора вид. J. F. Rich, „Corporate Loans to Officers, Directors and Shareholders“, *Business Lawyer* 14/1959, 660.

Dr. Vuk Radović

Assistant Professor

University of Belgrade Faculty of Law

EXECUTIVE LOANS NECESSITY FOR SPECIFIC LEGAL REGULATION

Summary

Loans to executives bring up the question of personal interest of the executives, which may be non-convergent with the interests of corporation. Comparative corporate practice has shown tendency of abusing these loans, which has had multiple negative consequences on corporations and their shareholders. Therefore, discussions on the improvement of regulation of executive loans has been recently intensified.

This article deals with the notion and basic characteristics of executive loans. The author compares executive loan to the ordinary loan agreement, explicates the three legal approaches towards regulating executive loans (traditional, conservative and modern), and weighs in the arguments in favor and against the executive loans. Finally, he points out the need for special regulation of executive loans in Serbia, and proposes the ways in which they should be regulated.

Key words: *Loan. – Executive loan. – Corporation. – Director. – Conflict of interest.*