

Др Татјана Јевремовић Петровић*

ПОВЕРИОЦИ У КОМПАНИЈСКОМ ПРАВУ И ИНСТРУМЕНТИ ЊИХОВЕ ЗАШТИТЕ

Рад се бави питањем потребе и средставима заштите поверилаца у компанијском праву, што постаје све актуелнији проблем, па задовољавајућа заштита поверилаца изазива жестоке полемике како у оквиру појединих националних права, тако и на глобалном нивоу, нарочито у оквиру ЕУ, док је у нашој правној науци ова тема недовољно заступљена. Аутор нарочито анализира по потребу заштите различитих категорија поверилаца, која се значајно разликује. У том смислу најзначајнија је разлика између вољних и невољних поверилаца, али и других група, као што су банка, стални пословни партнери, повериоци из деликта, држава и други. Свака од тих категорија указује на потребу и комбинацију различитих инструмената у њиховој заштити.

*Од могућих инструмената, с једне стране доминирају уговорна индивидуална средства обезбеђења, али и даље несумњив значај имају (традиционална) обавезна правила компанијског права. Она се, пре свега, састоје у одредбама о минимуму и одржавању капитала, иако је такав начин заштите данас једно од најспорнијих питања у овој области. Осим тог инструмента, који за сада и даље представља основу компанијских (европских) националних права, заштита поверилаца нарочито се постиже обавезним информисањем поверилаца. Поред *ex ante* заштите, све више се као значајни инструменти *ex post* заштите појављују правила о одговорности директора, чланова и трећих лица, за шта се залаже аутор, и указује на њихов значај у индиректној, а изузетно и директној заштити поверилаца, како кроз правила о деликтној одговорности, тако и кроз посебно развијена правила компанијског и стечајног права. При том потенцира чињеницу да одредбе о заштити поверилаца треба сагледавати као део целокупног правног система сваке земље, у коме је могућа ефикасна заштита само уколико постоји међусобни склад института компанијског са сродним институтима стечајног, облигационог и процесног права. Најзад, аутор нарочито указује на опасност од изузимања само једног института за*

* Аутор је доцент Правног факултета Универзитета у Београду, tatjana.jp@ius.bg.ac.rs. Аутор захваљује проф. др Небојши Јовановићу на корисним примедбама и идејама при изради овог рада.

итите поверилаца, без одговарајуће замене, као и неутемељеног прихватања „туђих“ института изван одговарајућег контекста.

Кључне речи: *Агенцијски проблеми. Капитал друштва. Обавезно информисање. Одговорност према повериоцима. Рестриктивне кредитне клаузуле. Индивидуална средства обезбеђења.*

1. УВОД

Положај и инструменти заштите поверилаца у највећој (и најзначајнијој) мери регулисани су правилима грађанског права, и то пре свега облигационог. Правила која се примењују на однос повериоца и дужника у основи су једнака без обзира на то да ли су они физичка или правна лица. Међутим, повериоце привредног друштва поред облигационог права штите и посебна правила компанијског (и других сродних грана права), која покушавају да додатно ојачају њихов положај на основу чињенице да је друга страна – дужник у облигационом односу привредно друштво. Као најзначајнији разлог посебне заштите поверилаца привредног друштва истиче се ограничена одговорност у појединим формама друштава. Прецизније речено, друштво одговара за своје обавезе целокупном својом имовином, али не и његови чланови, који, по правилу, не одговарају за обавезе друштва (осим до висине уговореног улога).¹ Поред тога, разлог појачане пажње произлази и из разлике између физичких и правних лица (привредних друштава) у раздвајању моћи у доношењу одлука и одговорности личном имовином: док је код физичких лица она јединствена, дотле је код привредних друштава раздвојена, нарочито уколико у друштву постоји одвојено одлучивање и управљање између власника и директора (управе), што је готово редовно код већих друштава.² Поред тога, посебна заштита поверилаца наглашена је чињеницом сталног пословања друштва – дужника. Наиме, привредно друштво непрекидно стиче нова права и обавезе, те је неизвесно да ли ће неког тренутка у будућности моћи да испуни своје обавезе. Поред тога, пословање привредног друштва ризичније је и подложно утицају многобројних фактора који не постоје код појединаца.

¹ Неограничена одговорност чланова могућа је изузетно, испуњењем услова који пре свега подразумевају злоупотребу правне личности друштва. О том институту вид. више чл. 15 Закона о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр. 125/2004 (у даљем тексту ЗОПД), као и Мирко Васиљевић, *Компанијско право: Право привредних друштава*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2010, 74 и даље.

² Peter Mülbert, „A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or: A High Level Framework for Corporate Creditor Protection“, *European Business Organization Law Review* 7/2006, 364.

Обим обавеза и одговорност привредних друштава је значајна, па ангажује посебну заштиту економски слабијих или поверилаца који су на тај начин посебно изложени појачаном ризику. Међутим, иако се на први поглед чини да је ризик који имају повериоци привредног друштва већи у односу на повериоце физичких лица, у теорији се истиче да је он исти.³ Разлика која, међутим, постоји састоји се у опортунистичком понашању (односно намерном повећавању ризика) лица која представљају друштво.⁴ Наиме, директори и акционари по правилу су више склони да се ризичније понашају, јер не одговарају директно према повериоцима. Ипак, опортунистичко понашање до одређене мере може да постоји и код физичких лица.⁵ Због тога се сматра да повериоци треба да се штите од оних ризика „које потпуно информисан, рационалан поверилац не би добровољно прихватио када је уговарао своје потраживање (... изузев ризика обичног пословног неуспеха, пошто је суштина принципа ограничене одговорности да се ризик пренесе на повериоце)“.⁶

Правна наука, законодавство и пракса већ дуго трагају за оптималним инструментима заштите поверилаца, при чему основни проблем представља равнотежа потребе заштите наспрам слободу у пословању. То је такође питање баланса принудне интервенције у међусобне односе поверилаца и привредног друштва с једне, и права на избор у уређењу тог односа, с друге стране. У ширем смислу, то је избор између социјалне компоненте и апсолутне тржишне слободу, где однос преваге једног или другог принципа знатно варира у односу на тренутак и место када се преиспитује.

Проблем обима и инструмената заштите поверилаца стално је присутан не само у компанијском праву, већ је предмет и економских и социолошких анализа.⁷ Предмет овог рада ће првенствено у обзир узети правна решења појединих најзначајнијих питања заштите, захватајући, тек узгред, и неке његове ванправне аспекте. Циљ рада усмерен је првенствено на шире сагледавање појединих института и њиховог међусобног утицаја у циљу дефинисања складног (колико је то могуће) система правила. При том, свако правило усмерено на заштиту поверилаца може да буде ефикасно само као део целине националног права, које једнако мора да буде сагласно са општим вредностима те средине. Није, стога, чудно, да задовољавајућа заштита

³ *Ibid.*, 369.

⁴ *Ibid.*

⁵ *Ibid.*

⁶ *Ibid.*, 370-371.

⁷ Вид. на пример, William Bratton, „Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process“, *European Business Organization Law Review* 7/2006.

поверилаца изазива жестоке полемике како у оквиру појединих националних права, тако и на глобалном нивоу, где се нарочито у оквиру ЕУ расправља последњих година о тим питањима.

Недовољно присуство те проблематике у нашој правној науци, али првенствено потреба даљег самосталног развоја домаћег (компанијског) права намећу потребу детаљније анализе овог правног проблема. Стога ће овде бити сагледана потреба заштите различитих категорија поверилаца, с напоменама који су основни инструменти у том циљу могући, као и с препоруком развоја правила која ће пре свега бити међусобно функционална и која ће тако представљати део целовитог система ефикасне правне заштите.

2. ИНТЕРЕС ПОВЕРИЛАЦА У ПРИВРЕДНОМ ДРУШТВУ

Савремена теорија компанијског права посматра привредно друштво као скуп многобројних интереса, који су некад у међусобном сукобу, и који подразумевају механизме њиховог усклађивања. Таква концепција види циљ компанијског права као „заштиту друштва као целине“, насупрот друге концепције, по којој је циљ компанијског права искључиво заштита интереса акционара и вредности њиховог улога.⁸ Привредно друштво је раније било оличено у сконцентрисаном акционарству, у коме је доминирало максимизирање добити.⁹ Нова поимања посматрају привредно друштво као скуп различитих интереса, који „...постижу равнотежу као резултат моћи и превласти различитих учесника“.¹⁰ Ако се прихвати таква концепција друштва, присутнија како у теорији, тако и у законодавствима, нарочито европских земаља, онда она ближе значи „подстицање добробити свих (*aggregate welfare*) који су у додиру са активностима друштва, укључујући његове акционаре, запослене, добављаче и потрошаче, као и трећа лица, као што су локална заједница, па чак и сама природна околина“.¹¹ Дакле, сва поменута лица имају одређени интерес у друштву, с тим да је кључно питање колики значај има сваки од њих. Такође, различити интереси често су супротстављени, па је оправдано сагледати механизме решавања таквих сукоба интереса.

Дакле, у мултиинтересном поимању друштва повериоци се појављују као особена група лица која има свој интерес у дру-

⁸ Вид. више: Reinier Kraakman *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, Oxford 2009², 28.

⁹ Ross Grantham, „The judicial extension of directors’ duties to creditors“, *Journal of Business Law* 9 10, January 1991, 12.

¹⁰ *Ibid.*

¹¹ R. Kraakman *et al.*, 28. О агенцијским проблемима вид. више: *ibid.*, 35 и даље.

штву. Теорија компанијског права већ традиционално посматра тај феномен кроз тзв. трећи агенцијски проблем, који, поред тзв. првог агенцијског проблема (сукоб интереса власника и управе друштва) и другог агенцијског проблема (сукоб интереса мањинских и већинских власника), представља сукоб интереса друштва и других лица: поверилаца, добављача, потрошача, друштва као социолошког феномена, запослених итд.¹² Остављајући по страни друге интересе, и питање у којој мери компанијско право треба и мора да буде прожето правилима која су у вези са њиховом заштитом, задржаћемо се на интересу поверилаца. Њихов положај по правилу је заштићен облигационим правом, али и специфичним институтима и правилима компанијског права, о којима ће овде бити речи.

Интерес поверилаца потиче из њиховог специфичног положаја у друштву: док друштво испуњава своје обавезе према њима, они су само друга страна у облигационом односу. Међутим, у тренутку када друштво више није у могућности да испуни своје обавезе, положај поверилаца се мења и они постају „власници средстава друштва“.¹³ Због тога долази у обзир примена посебних института којима се превазилазе настали (агенцијски) проблеми.¹⁴ У теорији се истиче да у односу акционара према повериоцима долази до изражаја сукоб интереса у неколико ситуација, у којима би се могла оправдати посебна заштита ових других. Пре свега, акционари могу да смањују имовину друштва и преносе је на себе или трећа лица (тзв. *разводњавање имовине*), а затим, применом правила ограничене одговорности не одговарају према повериоцима.¹⁵ Поред тога, могуће је да акционари повећавају ризичност пословања, те на крају, да повећавају укупно дуговање друштва, и тиме штете како старим тако и новим повериоцима (тзв. *разводњавање дугова*).¹⁶ Ради се о специфичном односу акционара према повериоцима, који, по правилу, није директан. Дакле, иако поступање акционара може да штети повериоцима, они ће се штитити иза правне личности друштва, са којим повериоци стоје у директном односу. Само изузетно је могуће да у одређеним случајевима дође до успостављања директног односа поверилаца

¹² О агенцијским проблемима писано је и у нашој литератури. Вид. на пример, Мирко Васиљевић „Корпоративно управљање и агенцијски проблеми I“, *Анали Правног факултета у Београду* 1/2009; Мирко Васиљевић „Корпоративно управљање и агенцијски проблеми II“, *Анали Правног факултета у Београду* 2/2009; Вук 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, 235.

¹³ R. Kraakman *et al.*, 115 116.

¹⁴ *Ibid.*

¹⁵ *Ibid.*, 116.

¹⁶ *Ibid.*, 116 117.

према акционарима, пре свега применом установе пробијања правне личности.¹⁷

Друга перспектива односа, и евентуално друга раван сукоба интереса, може да постоји између управе (директор или управни одбор, односно други орган пословођења, зависно од решења упоредног права) и поверилаца. У том односу поставља се питање да ли је, пре свега, директор (или сходно члан управног одбора) директно одговоран повериоцима и у ком случају евентуално јесте, односно да ли његово деловање подразумева и заштиту интереса поверилаца, поред интереса друштва, као општи стандард његовог поступања.

Правила о поступању у интересу друштва редовно не обухватају дужност одређених лица да поступају и у интересу поверилаца, који, због тога, немају директно право према тим лицима. То значи да и између поверилаца и управе, односно директора, који иступају у име друштва, постоји правна личност друштва. Дакле, интерес поверилаца штити се тек посредно кроз интерес друштва. Нешто значајнија правила развило је континентално право у домену деликтне одговорности, која постоји у односу поверилац – директор само изузетно и то уколико су испуњени одређени услови.¹⁸ По правилу ће за одлуке које је донела управа одговорати према повериоцима само друштво – дакле управа нема самосталну одговорност, јер она и не доноси одлуке у личном, већ у интересу, и у име и за рачун друштва.¹⁹

Англосаксонско право је однос директор – повериоци најчешће посматрало из угла фидуцијарних дужности и дужности пажње. Још раније је уочено да „...директори друштва у обављању својих дужности према друштву морају да воде рачуна о интересу својих акционара и својих поверилаца. Сваки пропуст директора да води рачуна о интересу поверилаца имао би негативне последице за друштво, као и за њих“.²⁰ Ипак, и тај и низ наредних случајева о којима је расправљано у енглеској пракси суштински указују на дужности ди-

¹⁷ О другим модалитетима одговорности акционара биће речи касније.

¹⁸ На пример, деликтна одговорност директора директно према повериоцима у француском праву предвиђена је уколико је директор повредио закон или други акт, односно статут друштва, или уколико је починио грешку у управљању. Вид. чл. 1850 Грађанског законика (*Code civile*) као опште правило, које је такође предвиђено у односу на друштво са ограниченом одговорношћу чланом L.223 22, односно за акционарска друштва чланом L.225 251 Трговачког законика (*Code de commerce*).

¹⁹ Одговорност правног лица (па тиме и привредног друштва) и наше право је уредило кроз правила о деликтној одговорности правног лица за штету коју проузрокује његов орган у вршењу или у вези са вршењем својих функција чланом 172 Закона о облигационим односима, *Службени лист СФРЈ*, бр. 29/1978, 39/1985, 45/1989, 31/1993 (у даљем тексту ЗОО).

²⁰ Коментар судије Мејсона у случају *Walker v. Wimborne* (1976) 50 *A.L.J.R.* 446, наведено према R. Grantham, 6 фн. 35.

ректора које се дугују само према друштву, па се и њихови поступци предузимају у интересу друштва.²¹ При том је процена шта се сматра да је у интересу друштва спорна – све више је то и интерес поверилаца, чиме се традиционално поимање друштва као скуп колективног интереса његових акционара, све више мења.²² Друштво нема само интерес да максимизира профит, већ да обавља своју делатност и опстане у времену, па сходно томе постоји потреба да друштво буде солвентно и да просперира у будућности.²³

За разлику од устаљеног мишљења да не постоји директна обавеза рада у интересу поверилаца (већ тек само посредно кроз интерес друштва) све док је друштво солвентно, ситуација се битно мења уколико је друштво инсолвентно или на граници солвентности. Наиме, док је друштво солвентно поверилац може да намири своје потраживање директно од друштва, па му није у интересу директна одговорност неког другог. У ситуацији у којој друштво више није солвентно мења се позиција оних који носе крајњи ризик у друштву – то више нису сами акционари, већ повериоци.²⁴ Логично је и да се од тог тренутка помера дужност директора ка повериоцима, као лицима чији интерес тог тренутка преовлађује у друштву.²⁵ Ипак, није суштинско у положају повериоца да ли (без обзира када и у којој мери) постоји дужност поступања у њиховом интересу, већ на који начин они могу да реализују такву обавезу. Чини се да је општа обавеза поступања у интересу поверилаца кроз општи интерес друштва прилично слаб, ако је то уопште, начин њихове заштите, ако тој обавези не одговара одговарајућа санкција. Због тога многа права познају инструменте стечајног и компанијског права који устанављувају посебне дужности и одговорност пре свега директора за поступање које може да оштети повериоце, и зависно од националног права, правила се састоје у обавези покретања стечаја, и евентуалној одговорности уколико то није учињено, или уколико је друштво пословало а могло се очекивати да у будућности неће моћи да испуни своје обавезе. Ти институти у националним правима имају значајне међусобне разлике, али су функционално блиски и имају циљ посебне заштите поверилаца у случају када је њихов ризик појачан. Тако, на пример, енглеско право познаје институт несавесног пословања, а немачко одговорност у случају непокретања поступка стечаја, о чему ће бити речи касније.

²¹ Детаљно са обимном судском праксом вид. R. Grantham, 8 и даље.

²² *Ibid.*

²³ У складу са таквим виђењем се све више и у континенталним правима говори о тзв. *going concern* приступу, који подразумева способност друштва да у будућности измирује своје обавезе, односно да буде солвентно.

²⁴ R. Grantham, 9, 13-14.

²⁵ *Ibid.*

3. ПОВЕРИОЦИ ДРУШТВА

Повериоци друштва представљају на први поглед хомогену групу коју право (уопште, па и компанијско) штити бројним правним инструментима, у циљу заштите ширих друштвених интереса. Међутим, чак и површна анализа њихове заштите суочава се са чињеницом да међу повериоцима постоје различите групе. Њихово разликовање од значаја је за оцену ефикасности и домет појединих инструмената. Док је за неке групе поверилаца значајно предвидети заштиту посебним инструментима, дотле то није случај са другима. Неке категорије поверилаца биће нарочито изложене ризику, док ће друге групе самостално штитити своје интересе, те им посебна интервенција нормама компанијског права неће бити потребна. Сходно томе, покушаћемо да укажемо на оне категорије поверилаца чије разликовање битно утиче на избор и обим инструмената у циљу њихове заштите. Веза између појединих категорија поверилаца и различитих инструмената указује на комплексност проблема проналажења адекватне заштите поверилаца, и потребу обазривог приступа у прихватању или напуштању појединих инструмената.

3.1. Врсте поверилаца

Могући су различити критеријуми поделе поверилаца.²⁶

Према вољи страна за заснивање облигационог односа повериоци могу да буду вољни и невољни (вољни су по правилу они из уговорних односа, а невољни најчешће у вези са проузрокованом штетом).

Према чињеници постојања посебног обезбеђења, они могу бити обезбеђени и необезбеђени.

Зависно од свог положаја у односу на друштво, могу бити повериоци унутар друштва или ван њега.

Зависно од извора настанка обавезе, могу бити повериоци из уговора о кредиту и из осталих уговора (или других извора облигација, али је онда релеватнија подела на вољне и невољне повериоце).

Према свом статусу повериоци могу да буду јавни и приватни.

Према економској величини и снази могу да буду економски јаки (јачи) или велики (већи) на једној страни, или слаби (слабији), односно мали (мањи) на другој страни.

²⁶ Неке од наведених категорија вид. код: Alexander Daehnert, „The minimum capital requirement – an anachronism under conservation: Part 2“, *Company Lawyer*, 30, 2/2009, 36 и даље.

Блиска подела претходној је и на повериоце са једним или више потраживања.

Најзад, правно је релеватна и подела на домаће и стране повериоце, нарочито из угла примене меродавног права и других правила међународног права.

Од наведених категорија неке имају мањи, а друге већи значај у односу на њихову заштиту. Наиме, разлике између поверилаца значајне су у односу на низ питања, почев од различитог положаја у коме се налазе у тренутку заснивања поверилачког односа, права која имају у погледу приоритета у намирењу (нарочито у вези са поступком стечаја), до других значајних питања, као што су могућност преговарања, уговарања обезбеђења, утицаја на другу уговорну страну, избора права и слично. Због тога се редовно истиче да је потпуно погрешно повериоцима друштва понудити јединствену правну заштиту.²⁷ Пре свега, у односу на потребу постојања и адекватност инструмената обавезне правне интервенције суштинска је подела прво на вољне и невољне, а затим и на обезбеђене и необезбеђене повериоце. У односу на прву поделу, о којој ће бити више речи, нарочито се указује на разлику у инструментима, али и постојање другачијег циља заштите и мере интервенције.²⁸

Разликовање поверилаца релевантно је и према критеријуму обезбеђења, те се сви могу сврстати у групу обезбеђених или необезбеђених поверилаца. Ова подела има највише значаја у односу на смисао и посебно потребу обавезне заштите поверилаца. Наиме, док у односу на прве према многим мишљењима најмање, или, чак, уопште не постоји потреба посебне правне интервенције,²⁹ дотле за необезбеђене повериоце редовно није спорна потреба, већ ефикасност средстава.

Сличан је значај поделе поверилаца на оне који имају само једно наспрам оних који имају велики број потраживања. Док ће за прву групу бити значајно пружање посебне заштите, да би намирили своје потраживање; дотле је за друге таква посебна интервенција од мањег значаја. Наиме, уколико поверилац има више потраживања (што је уобичајено у правном промету у коме учествују привредни субјекти), он има могућност да ризик ненамирења распрши на велики број потраживања.³⁰ Он чак по правилу и рачуна да одређени број

²⁷ Reinier Kraakman, „Concluding Remarks on Creditor Protection“, *European Business Organization Law Review* 7/2006, 470.

²⁸ *Ibid.*

²⁹ Paul Davies, „Directors’ Creditor Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in the Vicinity of Insolvency“, *European Business Organization Law Review* 7/2006, 308.

³⁰ P. Mülberty, 372.

потраживања неће успети да реализује и по правилу тај ризик улази у укупну цену коштања робе или услуге.³¹

Ипак, несумњиво да иако такве поделе имају значај у преиспитивању потребе интервенције посебним инструментима, нарочити утицај у томе има подела на повериоце на основу њихове воље да ступе у тај однос.

3.2. Вољни повериоци

Вољни повериоци су они који својом вољом одлучују да успоставе однос са дужником – привредним друштвом. Најчешће ће то учинити на основу неког уговора. Без обзира на начин настанка обавезе, правни значај те поделе лежи, пре свега, у чињеници могућности *избора* дужника. Поверилац се, пре свега, опредељује да ли уопште да уђе у однос или не. Уколико то чини, онда има могућност да прецизира услове будућег односа, пре свега на индивидуалној основи. Дакле, вољни поверилац обликује услове и модалитете односа са дужником. Али, питање је да ли то *заиста* и чини, или може да чини сваки вољни поверилац. Стога у оквиру ове групе постоје разне значајне подгрупе.

Као најзначајнија категорија вољних поверилаца у теорији се сматрају *банке и друге кредитне институције*. Тешко је замислити модерно привредно друштво које неког тренутка у свом постојању нема потребу за позајмљеним средствима, која добија од банке на основу разних уговора о кредиту. Банка је заиста специфичан поверилац. Она је по правилу добро обавештена и има јаку позицију на тржишту, пре свега у преговарању и могућности да обезбеди на разне начине своје потраживање. Она има највећу (или макар значајну) могућност расподеле ризика, чиме своди ризик лоших потраживања на минимум. Често се, због тога, за банку као повериоца истиче да због свог специфичног положаја нема потребе да се (претерано) штити правилима компанијског права, јер „може добро сама о себи да брине“.³²

Пре свега, ризик ненаплативог потраживања код банке сведен је на низак ниво, јер сама „камата коју даваоци кредита наплаћују представља компензацију за ризик да ће се дужник лоше понашати“.³³ Затим, банка је по правилу добро информисана о финансијској ситуацији својих дужника. Она свакако користи све расположиве информације о друштву, на основу којих процењује способност дужника да испу-

³¹ *Ibid.*

³² A. Daehnert, 36 7.

³³ Luca Enriques, Jonathan Macey, „Creditors versus capital formation: The case against the European legal capital rules“, *Cornell Law Review* 86/2000 2001, 1172.

ни обавезе у времену. У тим информацијама ће значајно место имати како подаци о капиталу друштва, тако и финансијски извештаји, посебни извештаји, и друге информације доступне јавности (планиране статусне промене, преузимања и слично), али и предвиђања у погледу будуће финансијске ситуације (солвентност у наредном периоду). Међутим, осим ових општих информација које иначе стиче на основу јавних регистара и других средстава информисања, односно разних информација које се обавезно објављују, банка често добија и користи посебне (приватне) информације. Она их прикупља путем разних специјализованих агенција које анализирају кредитну способност и понашање дужника у односу на претходна задуживања.³⁴ Често ће управо ти подаци бити од највећег значаја за процену ризика коју овакво задуживање носи.

Иако је банка најчешће у позицији да испитује колики је капитал друштва (што је реткост за мање повериоце, и уопште у односу на стандардне услове трговине), као и да прикупи друге разне податке, она се по правилу неће задовољити таквим општим обезбеђењем. Наиме, банка ће најчешће инсистирати и на додатним – индивидуалним средствима обезбеђења. Ту у обзир долазе све уговорне могућности самосталне заштите поверилаца. Дакле, поред прикупљених посебних (приватних) информација, банка ће најчешће уговорати посебне клаузуле у уговорима о кредиту, инсистираће на средствима личног и реалног обезбеђења, и захтеваће уговарање појединих врста осигурања.³⁵ Дакле, банка је у позицији (зато што је економски јака, и зато што од ње зависи финансирање, које се, по правилу, на други начин не може добити), да се нарочито заштити у односу на свог дужника. Такав начин обезбеђења банака доводи до раздвајања ризика у случају губитка, јер га осим друштва носе и сами чланови.³⁶ То је нарочито случај уколико су уговорили неку врсту личног и стварног обезбеђења своје имовине, те ће одговорати том имовином за евентуалне губитке друштва, а не ограничено.³⁷ На тај начин се умањује принцип ограничене одговорности, који иначе важи у односу на њихов положај према потенцијалном ризику од губитака и инсолвентности друштва.³⁸ Изузетак од ограничене одговорности уговарањем разних средстава обезбеђења је могућност само „јачих“ поверилаца, као што је банка. На тај начин само она може да

³⁴ R. Kraakman (2006), 467.

³⁵ О тим инструментима вид. више касније, односно код: P. Mühlbert, 375 и даље.

³⁶ Horts Eidenmüller, Barbara Grunewald, Ulrich Noack, „Minimum capital in the System of Legal Capital“, *Legal Capital in Europe* (ed. M. Lutter), *European Company and Financial Law Review*, Special Volume 1, De Gruyter Recht 2006, 26.

³⁷ *Ibid.*

³⁸ *Ibid.*

се намири из личне имовине чланова, односно акционара, док је то немогуће другим повериоцима, који своје захтеве имају само према друштву – капитал је у том случају њихово једино обезбеђење.³⁹

Дакле, из изложених основних карактеристика банке као повериоца, јасно је да значај имају готово сви институти заштите, нарочито они који представљају превентивну заштиту, али пре свега као претходно обавештење у циљу каснијег индивидуалног обезбеђења оваквих дужника. То значи да је из угла оваквих поверилаца постојећа императивна заштита ако не сувишна, онда макар ограниченог домета. Ипак, ни за банку нису „сувишна“ сва средства императивне заштите. На пример, капитал друштва и правила о његовом одржавању служе и банци, јер се она редовно намирају из капитала (солвентног друштва). Поред тога, нарочито могу да користе информације које друштво обавезно објављује. Није спорно да би банка и иначе била у позицији да од дужника захтева увид у, на пример, његове финансијске извештаје. Међутим, већ постојеће информације чине јефтинијим и једноставнијим прикупљање информација, и тиме директно утичу на цену кредита коју наплаћује банка. Дакле, банка може на основу своје позиције и сама да се заштити, али је већ установљеним обавезним правилима она већ на почетку у повољнијој позицији и има корист од предвиђених инструмената. Неспорно је, такође, да она ипак може да се користи (и по правилу то чини) инструментима којима други не могу.

Другу категорију вољних поверилаца која је од нарочитог значаја за привредно друштво представљају добављачи, произвођачи, дистрибутери и друга лица која са друштвом стоје у сталним пословним односима. Као и банке, и ова група поверилаца је по правилу у сталном односу са привредним друштвом. Међутим, већ на први поглед се види њихов различит положај и значајнија потреба за постојањем обавезних правила којима се штите. Док се банке по правилу обезбеђују индивидуалним средствима заштите (обезбеђења, уговорне клаузуле), дотле се лица у сталним уговорним односима по правилу обезбеђују имовином самог друштва.⁴⁰ Међутим, и међу њима ипак постоје разлике. Они могу да буду равноправни са привредним друштвом или могу да буду у надређеном или подређеном положају, могу да буду у трајнијим или краћим пословним односима, економски јачи или слабији. Док је позиција јачих поверилаца слична банкама, дотле се мањи повериоци ређе штите уговорним средствима обезбеђења. Разлог лежи како у економској позицији таквог повериоца, тако много више и у начину успостављања пословних односа, где је уобичајено закључивање типских или уговора по приступу.

³⁹ *Ibid.*, 26, 40.

⁴⁰ А. Daehnert, 37.

Стога мањи или слабији повериоци рачунају као део свог редовног пословања на ризик, те врше његову диверсификацију на већи број дужника, што евентуално утиче на цену услуге или робе, али не у тој мери да би се захтевала посебна средства обезбеђења.⁴¹ Евентуална потреба заштите „средњих“ поверилаца, како по јачини, тако и по времену у коме се креће испуњење потраживања за које није погодан систем заштите „јаких“ (средства обезбеђења, кредитне клаузуле), али ни „слабих“ поверилаца (ширење ризика на цену коштања робе или услуге) покреће питање потребе посебне заштите.⁴² Међутим, и код њих је могуће да се нађе адекватна заштита или кроз уговорна средства, или кроз диверсификацију ризика, или евентуално кроз цену коју такав поверилац плаћа за ексклузивност у односу на другу уговорну страну, уколико је то случај.⁴³ Неки повериоци, као што су они која пружају услуге, налазе се по правилу у најризичнијој групи поверилаца у сталним пословним односима.⁴⁴ Они не могу да се обезбеде путем робе коју достављају, као код добављача. Зато би код њих такође било могуће ширење ризика, као апстрактног (и бољег) метода заштите у односу на обезбеђење као индивидуалну заштиту.⁴⁵ Дакле, као и у односу на банку, тако и ова група поверилаца нема потребу посебне заштите. Они то успевају или индивидуалним средствима, нарочито када имају преговарачку моћ, или диверсификацијом ризика, у случају оних мањих и у односу на потраживања мањег обима. Међутим, у односу на ову категорију још више долазе до изражаја обавезна средства обезбеђења. Пре свега капитал, као средство основног обезбеђења, нарочито за оне мање (који увек сnose одређени ризик, само је питање колики и у којој мери то утиче на цену робе и услуге). Такође, и у односу на објављивање израженији је значај у односу на банку. Док ће банка располагати приватним информацијама, пословни партнери не морају. Нарочито у пословним односима са страним дужницима јавно објављивање информација и њихова лака доступност (преко, на пример, Интернета) могу да буду од одлучујућег значаја на заснивање односа и избор пословних партнера. Дакле, и овде је несумњив значај информисања као јефтинији и бржи начин заштите у односу на друге алтернативе. Међутим, неспоран је значај и механизма *ex post* одговорности. Стални пословни партнери очекују да је друштво солвентно, па би у супротном одговорна лица која су се понашала противно одређеним стандардима додатно могла да ојачају њихов положај. Дакле, већ код

⁴¹ *Ibid.*

⁴² *Ibid.*

⁴³ Вид. више, *ibid.*

⁴⁴ *Ibid.*

⁴⁵ *Ibid.*

ове категорије готово једнак значај може да се да како индивидуалној, тако и обавезној заштити.

3.3. Неволњи повериоци

Неволњи повериоци представљају најспецифичнију групу поверилаца, чији се интереси често истичу у дефинисању правила која имају „заштитни“ карактер (попут правила о капиталу друштва). Наиме, ова лица не бирају свог дужника, и не могу да се унапред о њему обавесте нити обезбеде, те је једини преостали начин претходне заштите да само друштво буде у могућности да испуни своје обавезе према њима. Потреба заштите поверилаца из деликта се, према неким мишљењима, нарочито састоји у повећаном ризику од опортунистичког понашања акционара, јер искуство потврђује да се често друштва која се баве „опасним“ делатностима поткапиталишу или се из њих повлаче средства.⁴⁶ Осим тога, истиче се да заштита поверилаца из деликта није ствар само или искључиво накнаде, већ „ефикасног рачунања трошкова и заштите друштва као целине“.⁴⁷ Дакле, код ових поверилаца није питање само ефикасности или примерености заштите, већ шири проблем социјалне компоненте компанијског права и све чешће истакнуте друштвене одговорности компанија.⁴⁸

Неки аутори истичу да је много значајнија подела поверилаца не само на неволње, већ оне који не могу да преговарају о својим потраживањима, што су по правилу повериоци из деликта или држава, али не и други уговорни повериоци који због своје величине или начина пословања не могу да уговоре посебна средства обезбеђења.⁴⁹ Они, наиме, не уговарају услове под којима улазе у поверилачки однос, али ипак могу да одреде обим потраживања, на основу ризика који преузимају.⁵⁰ Стога је значајно да се свим таквим повериоцима (који не могу да преговарају о свом положају) једнако пружи додатна заштита.⁵¹

Без обзира на то да ли се мисли на неволње или повериоце који не могу да преговарају, основна средства њихове заштите карактерише да она не може да буде превентивна на индивидуалној основи. Заштита може да буде превентивна само на страни друштва (фактори који утичу на солвентност друштва – опстанак само финансијски со-

⁴⁶ R. Kraakman *et al.*, 120

⁴⁷ R. Kraakman (2006), 470.

⁴⁸ О тој теми писано је и код нас, вид. Мирко Васиљевић, *Корпоративно управљање: правни аспекти*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2007, 55 и даље.

⁴⁹ R. Kraakman *et al.*, 120.

⁵⁰ *Ibid.*

⁵¹ *Ibid.*

лидних друштава – пре свега правила о капиталу и солвентности).⁵² Заштита може да буде и накнадна – кроз могућност утврђивања таквих потраживања као приоритетних у поступку намирења, нарочито стечаја – што по правилу није случај за повериоце из деликта (иако некад јесте предвиђено за државу као повериоца).⁵³ Велики значај овде има заштита кроз одговорност друштва алтернативно или кумулативно са одговорношћу појединих лица. У литератури се нарочито истиче одговорност акционара, сразмерна или чак и потпуна, у случају директне контроле ризичних активности.⁵⁴ Неки чак предлажу и корпоративну кривичну одговорност за несавестан надзор над запосленима.⁵⁵

Поред правила о одговорности појединих лица, најзначајнија заштита у погледу деликтне одговорности је обавезно осигурање од одговорности.⁵⁶ То је нарочито случај у односу на она друштва која обављају ризичне или такве активности где постоји потенцијална опасност од доношења штете већих размера великом броју лица. У таквим случајевима ниједан инструмент заштите не може да буде довољно ефикасан, укључујући и грађанску одговорност одређених лица, као што то може осигурање. Али, јасно је да је оно ипак врло ограничено у погледу специфичних делатности и за релативно узак круг потенцијалних случајева.

Посебна заштита усмерена на заштиту само ове категорије поверилаца се, ипак, често критикује, јер се истиче да је ризик тих лица једнак као и да су у поверилачком односу са сваким другим физичким лицем – ризик инсолвентности стоји без обзира на то ко је дужник.⁵⁷ Тим пре јер уз одговорност друштва некада може да постоји и лична и неограничена одговорност његових чланова као правило код друштва лица, односно код друштава где је одговорност чланова ограничена до висине улога изузетно (пре свега у случају незаконитог поступања и злоупотребе).⁵⁸

На основу већ изложених граница осигурања јасно је да овој категорији поверилаца, много више него другима, значи солвентност друштва и његова финансијска стабилност. Зато је нарочито значајан утицај правила о капиталу: минимуму и његовом одржавању у одређеним границама. Ипак, све чешће се у теорији управо ти инструменти најчешће критикују, о чему ће касније бити више речи.

⁵² A. Daehnert, 40.

⁵³ *Ibid.*

⁵⁴ R. Kraakman *et al.*, 121.

⁵⁵ R. Kraakman (2006), 470.

⁵⁶ *Ibid.*

⁵⁷ A. Daehnert, 40.

⁵⁸ *Ibid.*

3.4. Остале категорије поверилаца

Велики друштвени значај са значајним особеностима има положај поверилаца који улажу у дужничке (серијске) хартије од вредности које издаје друштво. Посебна заштита оправдана је не само друштвеним интересима заштите поверилаца, већ и подстицањем таквих врста улагања, јер представљају један од најзначајних видова финансирања друштава. Ризик који преузимају повериоци приликом улагања у дужничке хартије од вредности процењује се на основу информација које прате емисију тих хартија. Стога је редовно предвиђено објављивање бројних података, како о самом друштву, тако и о хартијама од вредности које издаје. Међутим, адекватна заштита није могућа само на основу обавезног информисања. Због тога нарочити значај има веза информисања са евентуалним санкцијама у случају повреде те обавезе. Нарочито је у том смислу важна одговорност у случају необјављивања информација, или објављивања неистинитих и непотпуних информација у које се повериоци (шире инвеститори) поуздају. Код питања одговорности редовно је једно од највише истицаних проблема круг лица која се сматрају одговорним у случају повреде правила о информисању. То су лица која су састављала извештаје или друге исправе са информацијама, они који су вршили контролу, чланови управног одбора (проблем је да ли су то сви чланови или само неки: председник, извршни директори и слично), лица која врше званичан надзор (Комисија за хартије од вредности) и друга лица.⁵⁹

Поред јединствене заштите ове категорије поверилаца путем правила о обавезном објављивању и овде може да се уочи постојање различитих група. Нарочито је од значаја њихова подела према могућности управљања или изласка из дужничко-поверилачког односа, а такође и могућност коришћења позиције стручног или професионалног улагача.⁶⁰ Ти повериоци могу брже и боље да процене негативно пословање лошег дужника, и на време продају своје

⁵⁹ У том погледу домаће право установљава одговорност за штету издаваоца, као и солидарну одговорност ревизора и других лица која су учествовала у припреми проспекта за издавање хартија од вредности, а исто правило односи се и на одговорност у погледу годишњих и других финансијских извештаја, као и објављивања других података, попут извештаја о битним догађајима, извештаја учесника на организованом тржишту и слично. Вид. чл. 27 и 69 Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената, *Службени гласник РС*, бр. 47/2006 (у даљем тексту ЗОТХВ). У погледу Комисије за хартије од вредности искључена је одговорност за истинитост и потпуност података наведених у проспекту и скраћеном проспекту. Вид. чл. 27, ст. 8 ЗОТХВ.

⁶⁰ Вид. више о стручном, односно професионалном улагачу: Небојша Јовановић, *Уџбеник берзанског права*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2010, 90-95.

хартије, док неуки улагачи по правилу немају довољно информација (или знања да би искористили доступне информације) којима ће на време моћи да се заштите од, на пример, знатног пада вредности хартија, или других околности на тржишту које утичу на њихово потраживање.⁶¹ Њихова заштита је, у мери у којој је то могуће, усмерена на транспарентност пословања и обавезно објављивање информација од значаја за инвеститоре. Поред тога, велики значај овде имају и правила усмерена на забрану манипулација на тржишту, као и коришћење привилегованих информација, као супротност информацијама које су јавно доступне.

Међутим, за положај ималаца обвезница важна је чињеница да постоји могућност њихове (јавне) трговине, чиме се омогућава ширење ризика на друге имаоце обвезница.⁶² За ову категорију поверилаца је такође од великог значаја и постојање различитих уговорних (рестриктивних) клаузула. За разлику од таквих клаузула банака у уговорима о кредиту, оне су, по правилу, шире и прилагодљивије, јер би сувише ригидне клаузуле касније теже могле да се мењају, јер би за то била неопходна сагласност ималаца обвезница.⁶³ Пошто је често њихов број велики, једино решење би било одржавање њихове скупштине.⁶⁴

Следећу значајну категорију поверилаца представља и сама држава. Иако се у теорији сврстава у категорију „слабијих“ поверилаца,⁶⁵ чини се да њен положај ипак није тако лако дефинисати. Наиме, у одређеним случајевима положај државе као повериоца побољшан је могућношћу да се појави у посебном односу према дужнику у поступцима јавне набавке, државне помоћи или приватизације, са посебним овлашћењима, чиме успева да за себе задржи значајан утицај у односу на привредна друштва, и таквим инструментима заштити свој положај и овлашћења, чак и када је у улози повериоца.⁶⁶ Поред тога, иако је држава по правилу „невољни“ поверилац, она (као и друга јавна тела) установљава и посебан (често привилегован) режим у погледу испуњења обавеза дужника (попут плаћања пореза или других јавних давања).⁶⁷ Такође има привилегован положај у

⁶¹ Francesco Denozza, „Different Policies for Corporate Creditor Protection“, *European Business Organization Law Review* 7/2006, 411.

⁶² Klaus Schmidt, „The Economics of Covenants as a Means of Efficient Creditor Protection“, *European Business Organization Law Review* 7/2006, 93.

⁶³ *Ibid.*, 333.

⁶⁴ *Ibid.*

⁶⁵ L. Enriques, J. Macey, 1171.

⁶⁶ О томе вид. више Светислав Табороши, „Природа одговорности менаџмента према кредиторима“, *Корпоративно управљање*, други део (ур. М. Васиљевић, В. Радовић), Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2009, 385 6.

⁶⁷ P. Mülberty, 366.

стечају.⁶⁸ Ипак, новије законодавство у појединим питањима отклања раније постојећи приоритет у намирењу потраживања, те се држава изједначава са другим повериоцима.⁶⁹

Најзад, треба истаћи да је у позицији повериоца могуће да се нађе и члан управе, акционар (члан друштва) или запослени, што додатно оптерећује правила у односу на заштиту поверилаца, а чини се са правом у први план намеће правила о сукобу интереса.⁷⁰ Осим тога, то отвара и друге агенцијске проблеме, које одликује вишеди-мензионалност односа. Нарочито је истакнут проблем приоритета у намирењу поверилаца унутар друштва, према онима који су ван њега. Због тога нека права предвиђају посебна правила, на пример, увођењем института зајма уместо капитала, којим се решава један од најчешћих случајева сукоба интереса члана који је уједно и у позицији повериоца са другим повериоцима.⁷¹

С друге стране, и положај запослених је прилично специфичан, јер поред проблема поверилачко-дужничког односа уводи и радно-правне проблеме, па и социјалну компоненту. Према неким мишљењима њихова примерена заштита остварује се путем института радног права.⁷² Постоје и ставови према којима управо систем компанијског права значајно утиче на заштиту запослених, и који се састоји у унутрашњој контроли коју врше запослени својим учешћем у појединим органима (надзорни одбор) друштва.⁷³ Неспорно је да унутрашња и спољна контрола значајно утичу на ефикасну заштиту запослених уопште. У нашем позитивном праву тренутно је напуштен систем регулисања положаја запослених компанијским правом, а такође и њихово непосредно укључивање у органе друштва. С друге стране, значајно средство обезбеђења остварено је у стечајном

⁶⁸ Вид. чл. 54 Закона о стечају, *Службени гласник РС*, бр. 104/2009 (у даљем тексту ЗОС).

⁶⁹ На пример, у погледу пореза и других дажбина ред првенства се према Закону о заложном праву на покретним стварима уписаним у регистар (*Службени гласник РС*, бр. 57/2003, 61/2005 и 64/2006) одређује према времену уписа у Регистар залог (чл. 34).

⁷⁰ Код нас вид. С. Табороши, 401.

⁷¹ Вид. на пример, чл. 39, ст. 1, тач. 5 и ст. 4 и 5 немачког Закона о стечају (*Insolvenzordnung*) који предвиђа слабији положај таквих поверилаца у односу на „обичне“ повериоце. За теоријску анализу вид. Thomas Bachner, *Creditor Protection in Private Companies: Anglo German Perspectives for a European Legal Discourse*, Cambridge University Press, Cambridge 2009, 138 и даље. У нашем праву усвојен је такође институт „зајма уместо капитала“ у чл. 232 ЗОПД, са нешто другачијим положајем у стечају (положај обичног, а не привилегованог повериоца).

⁷² R. Kraakman (2006), 470.

⁷³ Gerard Hertig, „Codetermination as a (Partial) Substitute for Mandatory Disclosure?“, *European Business Organization Law Review* 7/2006, 128 и даље.

праву њиховим приоритетним намирењем у односу на неке друге врсте поверилаца.⁷⁴ Ипак, као и у односу на друге групе поверилаца, оправдано би било преиспитивање њиховог балансираног учешћа и кроз компанијско-правну регулативу. Такав њихов положај може да има не само оправдање у погледу ефикасне заштите запослених, већ и шири значај у коме се води рачуна и о њиховим интересима, што може да има позитивне ефекте и за само привредно друштво.

4. ЦИЉЕВИ КОМПАНИЈСКОГ ПРАВА ЗАШТИТА НАСПРАМ ЕКОНОМСКЕ ЕФИКАСНОСТИ

Развој идеја о циљевима компанијског права уопште, па и о месту заштите поверилаца годинама се битно мењао. Тако је у континентално европском правном систему значајну улогу имала заштита значајних правних, економских и друштвених вредности. Битна одлика тих (компанијских) права, биле су одредбе којима се штите мањински акционари, запослени, па и повериоци, и то нарочито у већим (отвореним акционарским) друштвима.⁷⁵ Насупрот њима, земље англосаксонске правне традиције одликовао је израженији став о аутономији уговорних страна у питањима компанијског права,⁷⁶ који временом продире и у Европу аргументима ефикасности, пре свега кроз уочљиво стицање профита и снажну економску експанзију. Осим тога, интеграција тржишта и глобализација играју значајну улогу у пословним активностима друштава и објашњавају значајан утицај англосаксонског (пре свега америчког) права.⁷⁷ У тим системима за повериоце нису предвиђена посебна правила компанијског, већ само општа правила грађанског (и стечајног) права, а повериоци су дужни да сами брину о својим интересима, и да сносе евентуални ризик у пословању са привредним друштвима.⁷⁸ Разлози за такав приступ могу се наћи како у различитој културној, тако и правној клими тих земаља.⁷⁹ Међу правним чиниоцима у Америци се, на пример, на-

⁷⁴ Вид. чл. 54 ЗОС.

⁷⁵ Werner Ebke, „The European Conflict of Corporate Laws Revolution: *Überseering*, Inspire Art and Beyond“, *European Business Law Review* 2005, 14.

⁷⁶ *Ibid.*

⁷⁷ Eilis Ferran, „The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union“, *European Company and Financial Law Review* 2/2006, 186.

⁷⁸ Повериоци ће увек на крају сносити ризик пословања друштва, само је питање да ли ће постојати инструменти којима ће тај ризик покушати да се смањи.

⁷⁹ Robert Drury „The ‘Delaware Syndrome’: European Fears and Reactions“, *Journal of Business Law* November 2005, 732 и даље.

рочито истиче федерално регулисање стечајног права, у коме се видела најзначајнија заштита поверилаца,⁸⁰ за разлику од компанијског права, које је остало регулисано правом појединачних држава и које је карактерисала јака тенденција „такмичења законодаваца“, те није постојала потреба ни жеља изричите заштите поверилаца. Значајни су и економски разлози, попут општеприхваћеног мишљења да је тржиште ефикасније у креирању правила која се тичу заштите поверилаца, и да никада закон не може да надомести различите потребе и предвиди разне ситуације у којима заштита може значајно да варира.⁸¹ Последица таквог приступа довела је до значајно различитог положаја поверилаца у континенталном (па и комунитарном) правном систему, у коме право штити повериоце, док их у систему права САД (и мање Енглеске, које је под значајним утицајем комунитарног права) штити уговор.⁸² Додуше, многи аутори истичу релативност поделе права на *civil law/common law* системе, и истичу да унутар тих породица постоји исти оквир у коме постоје инструменти заштите, само су варијанте различите.⁸³ При том се већа важност у обликовању права види у неколико других околности: акционарској структури, развоју стечајних правила и правилима о одговорности.⁸⁴ Тако се у односу на акционарску структуру истиче да постојање сконцентрисаног акционарства (попут Немачке) и сконцентрисаног кредитирања доводи до прихватљивијег регулаторног приступа у заштити поверилаца, док дисперзовано акционарство (Америка) са ограниченим концентрисањем банака чини да су дугови дисперзовани, па су повериоци шира хетерогена група, којој више одговарају индивидуални системи заштите.⁸⁵ У односу на стечајна правила, разлика се састоји у јачем или слабијем положају поверилаца на основу овлашћења у току поступка.⁸⁶ Најзад, правила о одговорности у

⁸⁰ Вид. више: *ibid.*, 736.

⁸¹ Вид. Е. Ferran, (2006), 188 9.

⁸² R. Drury, 737. Вид. и: L. Enriques, J. Macey, 1173 и даље.

⁸³ R. Kraakman *et al.*, 147.

⁸⁴ Детаљно вид. *ibid.*, 148 и даље.

⁸⁵ *Ibid.* Француска такође има концентрисани капитал, али је држава често и власник и поверилац (кроз државне банке) што утиче на „мекши“ став у односу на стандардизована правила, док Велика Британија има дисперзовани капитал, али концентрисано позајмљивање, па је режим ближи америчком, али уз присуство императивних правила, *ibid.*, 149.

⁸⁶ Амерички систем истиче јачи положај дужника, јер постоји велики број поверилаца из издатих обвезница, као широко распрострањеног начина финансирања, док са друге стране В. Британија, Немачка, Италија имају обрнуту ситуацију, где повериоци имају широка овлашћења у односу на стечајни поступак, заснован на основном начину финансирања путем банака. Вид. више R. Kraakman *et al.*, 149 150.

компанијском праву строжа су у континенталној Европи, а значајно слабија у Америци.⁸⁷

Различит утицај појединих националних правила видљив је и у комунитарном компанијском праву, с тим да је развој правила о заштити поверилаца последица природног развоја, а не унапред смишљеног пројекта.⁸⁸ Ради тога су предузети разни кораци, који се су махом сводили на поступак хармонизације, који је требало да с једне стране ублажи разлике националних права, а да, при том, заштити интересе одређених категорија лица – чланова друштва, поверилаца и запослених, као и свих оних који имају интерес у привредном друштву.⁸⁹ Суштина одредби које се доносе у циљу заштите интереса акционара и поверилаца значила је да су та лица сигурнија да у правном окружењу, које подразумева минимум хармонизованих правила, наступају као улагачи, даваоци кредита или други учесници на тржишту, чиме је омогућена и олакшана потреба друштва за финансирањем, а уједно су тиме подстакнути економски циљеви, постављени на нивоу ЕУ.⁹⁰

Међутим, временом се појачавају критике на рачун хармонизације и расте притисак на другачији приступ у компанијском праву путем америчког концепта ефикасности. Тако је Извештај Групе стручњака компанијског права нагласио, између осталог, да основни циљ који треба имати у виду у погледу развоја компанијског права јесу „ефикасност и компетитивност пословања“, док до сада усвојене мере, које су искључиво штитиле интересе чланова и поверилаца, а да при том нису биле довољно или уопште ефикасне, представљају терет за друштво, а при том не гарантују заштиту права којима су намењене.⁹¹ Самим тим „заштита поверилаца више није претпоставка када се говори о компанијском праву ЕУ“.⁹² То је, наравно, довело и до потребе преиспитивања постојећих инструмената којима се штите повериоци, попут (хармонизованих) правила о капиталу друштва, и

⁸⁷ *Ibid.*, 150.

⁸⁸ P. Mülbert, 360.

⁸⁹ Хармонизација која је уследила на основу тако формулисаних циљева резултирала је са око десетак Директива. Успех остварених резултата је, међутим, и даље споран и противречан.

⁹⁰ Richard Buxbaum, Klaus Hopt, *Legal Harmonization and the Business Enterprise: Corporate and Capital Market Law Harmonization Policy in Europe and the U.S.A.*, Walter de Gruyter, Berlin New York 1988, 201.

⁹¹ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels, 4 November 2002. (у даљем тексту Report of the High Level Group), http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm#background (4.5.2010), 4, 30.

⁹² E. Ferran (2006), 181.

то пре свега у односу на прописивање његовог минималног износа и правила о његовом одржавању.⁹³

5. ИНСТРУМЕНТИ ЗАШТИТЕ ПОВЕРИЛАЦА

Поређење нивоа заштите поверилаца често се чини путем поређења појединих института који су установљени или доприносе том циљу. Међутим, тешко је те инструменте посматрати изоловано, нарочито ван оквира и без утицаја других правила националног права у коме функционишу.⁹⁴

С једне стране, повериоци се сматрају као једна од категорија лица којима је неопходна заштита. С друге стране, све је чешћа економска анализа појединих правила, па економски показатељи указују на потребу примене неке норме или правила. Следећи идеју компромисног поимања компанијског права које мора да буде ефикасно, али и да пружи неопходну заштиту одређеним категоријама лица (о томе је више било речи у претходном поглављу), уведени су бројни правни инструменти. Њихов оптимални циљ била би заштита поверилаца тако да њене *друштвене користи* надмаше њену цену.⁹⁵ Дакле, питање је који ће механизми бити оптимални у заштити поверилаца, с једне стране, и стварања економски позитивних резултата (и у односу на само друштво), с друге стране.⁹⁶

Укратко речено, два су најзначајнија начина којима се штите повериоци: заштита на основу индивидуалног односа повериоца са дужником, која представља својеврсну „самопомоћ“,⁹⁷ односно постојање обавезних института којима се штите (по правилу) сви повериоци.

⁹³ Иако је на основу Извештаја групе експерата Европска комисија донела План акције у области компанијског права, он је и даље на прво место ставио циљ заштите интереса чланова и поверилаца, сматрајући га основом политике Уније, а поред њега истакао је и принцип ефикасности и конкурентности пословања, иако чини се тек на другом месту. Вид. *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, Commission of the European Communities, Brussels, 21.5.2003, COM (2003) 284 final, http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm (4.5.2010), 8 и даље.

⁹⁴ Зато поједини аутори истичу функционални приступ у проучавању целокупног система правила заштите поверилаца. Вид. P. Mühlbert, 363.

⁹⁵ John Armour, *Share capital and creditor protection: Efficient rules for a modern company law?*, Working Paper 148, University of Cambridge, December 1999, 1.

⁹⁶ R. Kraakman *et al.*, 2009, 37.

⁹⁷ P. Mühlbert, 375 и даље.

5.1. Индивидуална заштита поверилаца

Посебна индивидуална заштита поверилаца у компанијском праву могућа је на неколико најчешћих начина.⁹⁸ Пре свега, прикупљањем података о дужнику, и другим начинима обавештавања на индивидуалној основи. У том погледу најзначајније су приватне информације, нарочито оне које немају друга лица. По правилу приватно информисање поверилаца јесте у интересу дужника. Ипак, оно битно зависи од самог повериоца и његове економске снаге, постојећих пословних веза међу уговорним странама и слично. Због тога могућност информисања на индивидуалној основи зависи од околности, али је извесно да док некима стоји на располагању као средство заштите, то није случај и са другима.

Друго значајно средство индивидуалне заштите представљају разна средства личног или стварног обезбеђења од друштва, управе (директора) или самих акционара (чланова). Затим, индивидуалну заштиту појединим категоријама поверилаца нарочито може да пружи закључивање уговора о осигурању од одговорности. Већ је истакнуто у којој мери то средство може да допринесе у заштити невољних поверилаца, нарочито у односу на обављање појединих „опасних“ делатности. Ипак, већ је истакнут и његов ограничен домет и ефикасност.

Најзад, у теорији компанијског права се као најзначајније (специфично) средство индивидуалне заштите сматрају рестриктивне (кредитне, односно уговорне) клаузуле. Рестриктивне клаузуле представљају посебне уговорне одредбе према којима поверилац (по правилу банка) има могућност да ограничи или утиче на пословање дужника.⁹⁹ Клаузуле се уговарају с циљем да кредитна способност дужника не буде смањена током трајања уговора.¹⁰⁰ У случају њихове повреде поверилац има редовно право на раскид уговора о кредиту, уз обавезу враћања свих преосталих дугованих износа.¹⁰¹ Ове клаузуле широко су распрострањене у Америци, али је пословна пракса њихових уговарања пренета и у Европу, тако да су редовне у пракси Велике Британије и све чешће у континенталним земљама, попут Немачке и Француске.¹⁰²

Рестриктивне клаузуле могу бити нефинансијске и финансијске – предвиђа се одговарајућа обавеза очувања финансијске ситуације

⁹⁸ *Ibid.*

⁹⁹ Eilis Ferran, *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford University Press, Oxford 2008, 328. Код нас вид. М. Васиљевић (2009), 18.

¹⁰⁰ E. Ferran (2008), 328 335.

¹⁰¹ *Ibid.*

¹⁰² Вид. више *ibid.*, 328.

дужника.¹⁰³ Често се деле и на позитивне и негативне, зависно од садржине која се састоји у одређеном чињењу или уздржавању од чињења дужника.¹⁰⁴

Уношење таквих клаузула највише зависи од тржишне моћи коју уговорници имају. Како то један аутор истиче, „где једна страна има тржишну моћ, друга има ограничену слободу уговарања“.¹⁰⁵ По правилу највећи степен тржишне моћи имају банке у односу на мања друштва, али и друштва у односу на своје повериоце, као што су добављачи или произвођачи.¹⁰⁶

Позитивни ефекат рестриктивних кредитних клаузула огледа се у могућности да се њима користе и други повериоци, а не само они који су их уговорили (заштита слабије категорије поверилаца средствима која су обезбедили јачи).¹⁰⁷ Тако за слабије повериоце постоји могућност да се нађу у повољнијој позицији.¹⁰⁸ То нарочито важи за разне финансијске клаузуле – ограничења у погледу капитала или ограничења исплата, иако не и за неке друге – индивидуално обавештавање о одређеним информацијама или наступању одређених околности. Ипак, аргумент да се и остали повериоци могу заштитити посредно коришћењем клаузула које су други уговорили у теорији се критикује. Тако се истиче да неке од уговорних клаузула могу да буду у директном сукобу са интересима других поверилаца, тако да су корисне за једну, а штетне су за другу врсту поверилаца.¹⁰⁹ Такође, повреда таквих клаузула редовно доводи до последица које се значајно разликују од повреде императивних правила, и по правилу су штетне за друге повериоце.¹¹⁰

¹⁰³ R. Kraakman *et al.*, 118.

¹⁰⁴ E. Ferran (2008), 328. Овај аутор наводи следеће најчешће уговорне клаузуле: пружање одређених информација повериоцу (као што су годишњи и други извештаји и друге информације); пријављивање одређених околности чије је наступање предвиђено; обезбеђење капитала (имовина већа од обавеза); обезбеђење нето вредности имовине у одређеном минималном износу; ограничавање исплата, нарочито дивиденди (у одређеном проценту у односу на добит), с тим да су такви модалитети нарочито чести у америчкој пракси; располагање имовином (нарочито значајно код група друштва) или промена делатности; даље задуживање, односно давање обезбеђења, *ibid*, 329.

¹⁰⁵ J. Armour, 5.

¹⁰⁶ *Ibid*.

¹⁰⁷ E. Ferran (2006), 192; L. Enriques, J. Macey, 1172.

¹⁰⁸ E. Ferran (2006), 192.

¹⁰⁹ То је, на пример, случај клаузула у уговору са имаоцима обвезница у случају када друштво има обавезу њиховог откупа, P. Mühlbert, 376.

¹¹⁰ Пример представљају клаузуле о недозвољеним исплатама. Њиховом по вредом по правилу долази до раскида уговора о кредиту и враћању преосталог из носа кредита, што не може да користи другим повериоцима. За разлику од тога, императивни режим повреде правила о недозвољеним исплатама по правилу значе обавезу несавесних прималаца да исплате врате. P. Mühlbert, 376.

Ипак, њихова највећа мана је што могу да представљају оптерећење за ефикасно пословање друштва, те се сматра да су такве клаузуле оптималне само док остварују равнотежу у погледу интереса повериоца који смањује ризик док позајмљује, и позиције друштва као дужника која има довољно слободе да ефикасно послује.¹¹¹ Дакле, само док је функција таквих клаузула ограничење опортунитичког понашања дужника, постоји и њихова корист.¹¹²

Рестриктивне кредитне клаузуле имају и других значајних недостатака, попут ограничене перспективе поверилаца у погледу интереса друштва (интерес им је да у одређеном року намире своје потраживање), сужене могућности уговорених ограничења, промена околности и слично.¹¹³ Због тога је нарочито значајна функција поновног преговарања о садржају уговорених клаузула, што, међутим, отвара нове проблеме, а по правилу и нове трошкове.¹¹⁴

Иако рестриктивне уговорне клаузуле одговарају према садржају оним ограничењима која су и иначе предвиђена обавезним правилима у циљу заштите поверилаца (попут обавезног информисања или ограничења у погледу капитала, исплата и слично), чини се да не би требало да буде спорно постојање таквих општих ограничења (датих за све повериоце), већ евентуално само питање модалитета њиховог остваривања.¹¹⁵ Међутим, и такав закључак се у теорији критикује, јер се предвиђањем обавезних правила уводе једнообразна, строга и универзално прихватљива правила, која не воде рачуна о појединачним (различитим) потребама.¹¹⁶ Ипак, чини се да прихватањем (до одређене мере) ригидних правила ипак долази до знатно шире заштите, и то нарочито оних категорија, којима је заштита значајна, јер иначе не могу сами да је уговоре.

Све наведене врсте индивидуалне заштите карактерише неколико значајних особина: све су по правилу скупе, редовно су могуће само у односу на неке врсте поверилаца (уговорне, односно вољне), и по правилу се њима користе економски јаки субјекти.¹¹⁷ Због тога

¹¹¹ E. Ferran (2006), 192. Истиче се да је мотив уговарања кредитних клаузула пре свега интерес дужника да смањи цену кредита, коју банка ако не оствари средствима обезбеђења (која поскупљују цену кредита) може да реализује уговарањем посебних клаузула. Види више код: С. Табороши, 390 и даље.

¹¹² K. Schmidt, 91.

¹¹³ R. Kraakman *et al.*, 119.

¹¹⁴ Вид. више: K. Schmidt, 91 и даље.

¹¹⁵ Пример би била ограничења исплата, која нису спорна, колико у односу на чињеницу која правила се примењују правила о ограничењима исплата на основу годишњих рачуна и добити исказаној у њима са једне стране, или тесту солвентности, са друге стране.

¹¹⁶ E. Ferran (2008), 333.

¹¹⁷ О неким од тих карактеристика и детаљно о индивидуалној заштити вид. P. Mülbart, 375 и даље.

ниједно од ових средстава не може да буде одговарајућа замена за обавезна законска правила, већ само може допунски са њима да пружи ефикаснију заштиту.

5.2. Обавезна правила у циљу заштите поверилаца

Поред могућности да се сваки поверилац заштити самостално, редовно је у свим националним правима присутан и одређени број обавезних правила којима се штите повериоци. Та правила се састоје, пре свега, у наметању одређених ограничења или обавеза привредном друштву, ради онемогућавања наступања ризика за повериоце – превентивна заштита, односно установљењем одређених стандарда понашања и евентуалне одговорности као најзначајнијег средства накнадне заштите.¹¹⁸

Класични инструменти превентивне заштите односе се, пре свега, на капитал друштва, установљен као одговор на ограничену одговорност. Наиме, традиционално се капитал друштва сматра као обезбеђење поверилаца. Чланови друштва (чија је одговорност ограничена) уносећи уговорене улоге нису одговорни (сем изузетно) за обавезе друштва, већ је то само друштво које за своје обавезе одговара целокупном својом имовином. Пошто чланови искључују своју одговорност, неопходно је да друштво располаже довољним средствима, која ће омогућити да друштво испуни своје обавезе према повериоцима. Стога још од XIX века сва национална права у том циљу установљавају низ правила усмерених на формирање капитала, забрану његовог враћања акционарима и строга правила усмерена на његово одржавање. Ту идеју прихватило је и право ЕУ, те су поједина правила о капиталу разрађена и усвојена у Другој директиви компанијског права ЕУ.¹¹⁹ Извршена хармонизација у погледу правила о капиталу значи да су она усвојена у свим правима земља чланица ЕУ. Иако је Друга директива увела обавезна правила о капиталу

¹¹⁸ У погледу природе обавезних правила којима се штите повериоци, могуће је уочити значајан удео императивних правила, узимајући у обзир да регулишу екстерне односе друштва. У погледу интерних правила, којима је првенствени циљ заштита акционара (чланова) много је значајније присуство диспозитивних правила, вид. Mette Neville, „The European Private Company – An Inspiration for Future Reforms?“, *The Internalisation of Companies and Company Laws* (eds. M. Neville, K. Engsig Sørensen), DJØF Publishing, Copenhagen 2001, 86 7.

¹¹⁹ Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent, *Official Journal of the European Union* L 26, 31.1.1977, 1 13; измене: *OJ*, L 264, 25.9.2006, 32 36 и *OJ*, L 259, 2.10.2009, http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_en.htm#directives (30.4.2010)

само у односу на акционарска друштва (минимум, одржавање и друга правила), велики број земаља ЕУ их је проширио и на друге форме друштава, пре свега, на друштва са ограниченом одговорношћу. Због тога је последњих година покренута озбиљна расправа у погледу постојећих одредби о капиталу. Док је у односу на друштва са ограниченом одговорношћу резултат био укидање таквих ограничења у многим националним правима (нарочито у односу на минимални оснивачки капитал), дотле је, упркос бројним противљењима, задржан у односу на акционарска друштва.¹²⁰ Најчешће се критике на рачун постојећег система заснивају на чињеници да капитал друштва не мора да буде, и најчешће и није никаква заштита повериоцима, већ им само даје „привид сигурности“.¹²¹ Правила о минимуму и одржавању капитала само значе да повериоци имају право првенства у односу на имовину друштва пре акционара друштва, али не значе и истовремено постојање одредби које ће заштитити повериоце од губитака друштва самим пословањем.¹²²

Због тога се предлажу модернији инструменти у регулисању питања (одржавања) капитала, који покушавају да у први план истакну значај солвентности друштва, и подстичу нарочито исплате у оквиру стандарда солвентности. Тиме се нуди алтернативни режим класичним инструментима у регулисању капитала, као мање рестриктиван за друштво, а који, при том, не би угрожавао повериоце.¹²³

Другу значајну групу обавезних правила којима се пружа превентивна заштита представља обавезно објављивање одређених података. Та правила се нарочито развијају у односу на одређена друштва – отворена, пре свега котирана, као општи оквир заштите инвеститора и трећих лица. Циљ обавезног објављивања је да се заштите и повериоци. Наиме, располажући одговарајућим подацима они могу да закључе о каквом дужнику се ради, да процене постојећи ризик, и,

¹²⁰ То је и званичан резултат истраживања, које је спроведено по налогу Европске комисије. Вид. Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU accounting regime, KPMG, January 2008, http://ec.europa.eu/internal_market/company/capital/index_en.htm (5.5.2010)

¹²¹ Таквих мишљења има веома много, вид. на пример, Hylde Boschma, Loes Lennarts, Hanny Schutte Veenstra, „The Reform of Dutch Private Company Law: New Rules for the Protection of Creditors“, *European Business Organization Law Review* 8/2007, 573.

¹²² E. Ferran (2006), 198.

¹²³ Више вид. на пример, Rüdiger Veil, „Capital Maintenance – The regime of the Capital Directive versus Alternative Systems“, *Legal Capital in Europe* (ed. M. Lutter), *European Company and Financial Law Review Special Volume 1*, De Gruyter Recht 2006, 80. Алтернативна решења дата су и у оквиру ЕУ, у Извештају Групе стручњака. Вид. Report of the High Level Group, 87 88.

евентуално, искористе могућност да се додатно индивидуално обезбеде. Објављивање података о друштву, као што су општи подаци, информације о капиталу, финансијски извештаји и друге релевантне информације, представљају карактеристику свих националних права и већ усвојени стандард нивоа развоја компанијског права. Међутим, ни тај концепт није без дилема. Према неким мишљењима није споран значај информисања за повериоце, већ само питање да ли је неопходно да оно буде правно обавезно.¹²⁴ Такав став се образлаже аргументом да је у погледу информисања довољно постојање посебних агенција које прикупљају податке о платежној и кредитној способности дужника, чиме ће се нарочито користити банке као повериоци.¹²⁵ Ипак, чини се да је више супротних аргумената. Иако већ истакнуте приватне информације и индивидуална заштита поверилаца представљају важно средство за неке учеснике на тржишту, јасно је да нису доступни свима. Осим тога, велики број информација које се обавезно објављују користе и онима који имају и додатне информације. Прикупљање основних информација у сваком појединачном случају било би теже, скупље и мање ефикасно. Због тога је укупна корист већа од (додуше високе) цене постојања обавезе информисања. Такав став је нарочито изражен и у комуни-тарном праву, и посебно истакнут у бројним усвојеним правилима у току до сада извршене хармонизације компанијског права унутар ЕУ.¹²⁶ Осим тога, објављивање се сматра као један од најзначајнијих инструмената у регулативи неких посебних питања, као што су повезана друштва.¹²⁷

Осим наведених правила, као вид превентивне заштите користе се и инструменти који санкционишу одређено понашање које се сматра опортунистичким, попут санкција за недозвољене исплате (нарочито дивиденде) и обавезно враћање од стране несавесних лица.¹²⁸

Поред заштите поверилаца која се може окарактерисати као превентивна (*ex ante*), могуће је да она изостане, и да се разним механизмима заштите повериоци након насталог повећаног ризика у

¹²⁴ R. Kraakman (2006), 467.

¹²⁵ *Ibid.*

¹²⁶ Вид. нпр. правила (раније Прве) Директиве компанијског права о објављивању, ништавости и одговорности: *Directive 2009/101/EC* of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and third parties, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 48 of the Treaty, with a view to making such safeguards equivalent, *OJ L 258*, 1.10.2009, <http://eur.lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32009L0101:EN:NOT> (18.2.2011.)

¹²⁷ Report of the High Level Group, 95-98.

¹²⁸ Вид. више: P. Mülbart, 378.

наплати потраживања – заштита *ex post*, која настоји да умањи настале губитке. То ће по правилу бити ситуација када је друштво у стечају, или у његовој близини. Нарочита потреба заштите поверилаца у стечају истиче се као тренутак у коме власници и управа највише могу да учине у смањењу вредности имовине из које се намирују повериоци – они сами тада носе најмањи ризик својих (лоших) пословних одлука.¹²⁹ У том циљу многа национална права, са разликама у мери и конкретизацији, уводе инструменте одговорности одређених лица, којима надомешћују негативну позицију повериоца који не може да наплати потраживање од свог дужника, привредног друштва, а то би ипак могао из имовине неког другог.¹³⁰

Пре свега, могуће је да постоји одговорност акционара, и то нарочито кроз правила о одговорности фактичких директора, односно директора у сенци.¹³¹ Поред тога, значајан је и посебан третман зајмова акционара, који у случају стечаја имају лошији положај у односу на обичне повериоце, а изузетан значај има и институт пробијања правне личности.

Осим тога, могуће је да постоји и одговорност директора (чланова управе), с тим да је она редовно у вези са ситуацијом у којој је друштво у близини стечаја, а изузетно постоји и уколико је друштво солвентно.¹³² За сада комунитарно право не познаје правила о одговорности одређених лица када је друштво у близини стечаја, иако је предлог Групе стручњака компанијског права да се усвоје таква правила по узору на установу енглеског права несавесног поступања (*wrongful trading*), што је врста одговорности за неку врсту немарног понашања директора у ситуацији када друштву прети стечај.¹³³

Одговорност је могућа и у односу на друге повериоце (сукоб интереса више поверилаца), тако да редовно (компанијско и) стечајно право предвиђају различите инструменте, попут *actio Pauliana* (континенталног права), чији је циљ отклањање повлашћеног третмана само неких поверилаца.¹³⁴

¹²⁹ R. Kraakman (2006), 468.

¹³⁰ R. Kraakman *et al.*, 134 и даље.

¹³¹ *Ibid.*, 120.

¹³² За институт несавесног пословања више вид. на пример, чл. 214 Закона о стечају (*Insolvency Act*) од 1986. године Велике Британије, http://www.insolvencyhelpline.co.uk/insolvency_act/p04c10_2.php#214, (20.5.2010). За теоријску анализу вид. нпр. Т. Bachner, 231 и даље.

¹³³ Report of the High Level Group, 9, 68 9. Сличну установу познају и, на пример, немачко право (*Insolvenzverschleppungshaftung*), односно француско право (*action en comblement d'insuffisance d'actif*). За теоријску анализу вид. више Holger Fleischer, „The Responsibility of the Management and Its Enforcement“, *Reforming Company and Takeover Law in Europe* (eds. G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch), Oxford University Press, Oxford 2004, 396 400.

¹³⁴ R. Kraakman *et al.*, 142.

Најзад, ефикасна заштита поверилаца остварује се уз присуство обавезне ликвидације, стечаја или реорганизације, односно правила стечајног права.¹³⁵ Њихова примарна сврха је заштита поверилаца на равноправан начин.

6. ЗАКЉУЧАК

Пре изношења коначног закључка вратићемо се на сам почетак овог рада и тврдњу да систем заштите поверилаца у компанијском праву произлази из потребе додатне заштите поред класичних института облигационог права. Ако се прихвати критика режима минимума капитала и његовог одржавања као неефикасног и ако се прихвати да је ефикаснија уговорна заштита поверилаца од правне стратегије те заштите у оквиру компанијског права,¹³⁶ онда се очигледно враћамо на почетак, где је оправдано било запитати се не како се остварује, већ да ли је заштита поверилаца у компанијском праву уопште потребна.

Положај поверилаца често се у последње време сагледава из аспекта ефикасности заштите и чињенице колико одређена правила имају значај у односу на трошкове који њиховом применом настају. Када је, међутим, реч о заштити поверилаца, чини се да концепт „ефикасности“ не може доследно да се узме у обзир, на основу чињенице да се ради о „питању поштења политичке одлуке“.¹³⁷

Из претходних излагања јасно је да се неке групе поверилаца штите саме и да је тенденција да се заштита пружи тек у поступку стечаја. Оно о чему се не води (довољно) рачуна је положај оних поверилаца који остају у последњој категорији необезбеђених и незаштићених поверилаца, који применом концепта „диверсификације ризика“ треба сами да носе последице за своје пословно понашање. Питање је, међутим, колико је то друштвено оправдано и колико је правично препустити најслабију категорију најлошијем положају. Уколико правила о минимуму капитала нису довољно добра, то не значи да је потребно уклонити их без одговарајуће замене, прихватањем концепта самопомоћи, већ треба обазривим паралелним методама тражити адекватније системе, који воде довољно рачуна о различитим категоријама поверилаца. При том, коначно решење остаје увек ствар политичке оцене, нарочито у односу на питање „која би категорија поверилаца заслуживала строжу правну заштиту, а која се, насупротив томе, може изложити већем ризику и губитку“?¹³⁸

¹³⁵ Вид. више: P. Mülbart, 378.

¹³⁶ Аргументе вид. на пример, код E. Ferran (2006), 216.

¹³⁷ F. Denozza, 412.

¹³⁸ *Ibid.*, 416.

С друге стране, неке категорије лица повлашћене су досадашњим начином регулисања заштите поверилаца.¹³⁹ Економска анализа таквог режима указује на потребу његове промене, али оставља отвореним питање граница економске ефикасности наспрам других правних, па и социолошких критеријума.

Стога се може закључити да би свако национално право морало да има складан систем правила која омогућавају међусобно допуњавање и паралелну употребу у заштити поверилаца путем разноврсних инструмената. Јасно је, при том, да изузимање само једног института заштите поверилаца, без одговарајуће замене, или неутемељено прихватање „туђих“ института, не доводе до остварења ефикасне заштите поверилаца. Дакле, неопходно је да правила компанијског, стечајног, деликтног и других грана права омогуће заједнички како претходну, тако и накнадну заштиту. Уз то, ефекат заштите је већи увођењем избора више могућности коју треба да имају повериоци. Само садејство постојеће регулативе, уз њене јасне границе, уједначена пракса у примени таквих правила пред судовима, као и довољан интерес и ангажовање поверилаца, које не би требало да прате високе таксе и дуготрајни судски поступци, тако да они имају разлог да се боре за своју заштиту, може да донесе значајне позитивне резултате. Ово нарочито важи у домаћем окружењу, у коме сматрамо да систем правила није јединствен и није увек у међусобном складу. Уколико би дефинисање правила из разних области било усклађено, а не прихваћено без размишљања из туђег система и често извађено из контекста,¹⁴⁰ могуће би било стварање бољег привредног окружења и за друштва и за повериоце.

Dr. Tatjana Jevremović Petrović

Assistant Professor

University of Belgrade Faculty of Law

CREDITOR PROTECTION IN COMPANY LAW

Summary

This paper deals with the need and mechanisms of creditor protection in company law – an issue which is gaining in prominence, as it

¹³⁹ L. Enriques, J. Macey, 1202 и даље.

¹⁴⁰ О проблемима који се јављају приликом пресађивања правних установа нарочито надахнуто пише Алан Вотсон, *Правни транспланти приступ упоредном праву*, Београд 2000, 143; исти, „Право у књигама, закону и стварности: упоредно правни поглед“, *Анали Правног факултета у Београду* 2/2007, 5.

causes heated discussions both within national legal systems and globally, and particularly in the EU. Still, this matter is not sufficiently considered in Serbian legal literature. The author examines distinct types of protection suitable for different categories of creditors, and for that matter, differentiates between voluntary and involuntary creditors.

Creditors may be protected by means of individual contractual instruments, or via mandatory statutory rules. The capital requirements and maintenance rules are traditional provisions of company law. Yet, these rules have been questioned in the recent years, quoting the reasons of effectiveness and competition. Apart from the traditional creditor protection, important part of European rules in this field are mandatory disclosure rules. Another way in which the law intervenes in this sphere is by prescribing standards and duties of directors and shareholders towards creditors, which becomes more important if company is in the vicinity of insolvency.

The provisions on creditor protection serve as a functional part of a national legal system, which also includes provisions of tort law and insolvency and procedural rules. Therefore, the efficient system of creditor protection relies on at least two pillars – mandatory provisions of the law and creditors' self protection, based on their knowledge on instruments of protection and practical usage of such instruments. The author underlines the danger of reliance on a single institute of protection of creditors, without adequate alternative, as well as unquestioned implementation of legal transplants unsuitable to the existing legal system as a whole.

Key words: *Agency problems.– Capital requirements.– Mandatory disclosure.– Responsibility towards creditors – Covenants.– Individual protection.*