

SUBORDINACIJA ZAJMOVA VLASNIKA U STEČAJNOM POSTUPKU – UPOREDNOPRAVNI OSVRT**

Sažetak

Zaštita interesa poverilaca je osnovni cilj stečajnog postupka i radi ostvarenja tog cilja stvara se niz instituta kojima će se sprečiti da poverioci budu oštećeni tokom stečaja. Jedno od posebno značajnih pitanja je kako obezbediti da lica povezana sa stečajnim dužnikom ne iskoriste svoj specifičan status i pribave za sebe koristi na štetu drugih poverilaca. Poseban akcenat se stavlja na vlasnike stečajnog dužnika u situaciji kada društvu daju dodatna finansijska sredstva. Osnovno pitanje je kako će se to davanje tretirati u stečaju – kao zajam ili ulog u kapital, što sa sobom povlači određene posledice, pre svega u pogledu redosleda namirenja potraživanja.

Rad je tematski podeljen na dve celine. Prva celina obrađuje pitanja vezana za subordinaciju kao institut, dok druga ovo pitanje stavlja u kontekst pojedinih pravnih sistema. U radu se ukazuje na postojanje dve grupe prava – jedne koja subordinaciju ne poznaju kao zakonski institut i druge gde subordinacija ima zakonsko utemeljenje. U poređnom analizom obuhvaćeni su nemačko pravo koje ima višedecenijsku tradiciju primene ovog instituta koji je tokom istorije doživljavao značajne transformacije, austrijsko i špansko pravo koji su u uređenju svojih rešenja pošli od nemačkog uzora i pravo SAD kao primer sistema u kojem se subordinacija zasniva na subjektivnim kriterijumima.

Ključne reči: zajam, povezana lica, stečaj, subordinacija.

1. Uvodna razmatranja – o subordiniranim potraživanjima

Zaštita poverilaca je pitanje koje prožima sve aspekte uređenja odnosa privrednog društva i njegovih poverilaca, a posebno dobija na značaju kada za društvo nastupe finansijske teškoće. Otvaranjem stečajnog postupka fokus se u potpunosti pomera ka poveriocima koji dolaze u prvi plan. To se uočava i kroz opredeljenu svrhu stečajnog postupka koja se određuje kao „najpovoljnije kolektivno namirenje stečajnih poverilaca“ (čl. 2 Zakona o stečaju).

* Diplomirani pravnik-master, istraživač saradnik, Institut za uporedno pravo, Beograd, Srbija, e-mail: a.visekruna@iup.rs, ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9944-8272>

** Ovaj rad je napisan u okviru Programa istraživanja Instituta za uporedno pravo za 2020. godinu koju podržava Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja.

Opšte pravilo o ravnopravnosti poverilaca i njihovom jednakom tretmanu u stečajnom postupku (*par conditio creditorum*) po pravilu trpi određene izuzetke. Ti izuzeci mogu biti pozitivni (privilegovana potraživanja) ili negativni (subordinirana potraživanja) u odnosu na obične poverioce (Cáceres, 2013, p. 192).

Teorijska razmatranja usmerena su uglavnom na objašnjenje zašto bi pojedini poverioci trebalo da imaju privilegovan tretman, dok se manje pažnje posvećuje kategoriji poverilaca koja se namiruje nakon namirenja ostalih poverilaca (subordinirana ili sporedna potraživanja). Subordinirani stečajni poverioci su svi poverioci koji se, u skladu sa kriterijumima predviđenim zakonom ili saglasno ugovorenoj volji, isplaćuju nakon ostalih nepriviligovanih stečajnih poverilaca (Radović, 2020, p. 3).

Odgovor na pitanje zašto određena potraživanja treba da budu subordinirana nije jednoznačan. Zbog njihove različite prirode ne postoji jedinstven kriterijum koji bi odredio motive iza razlike u tretmanu potraživanja u stečajnom postupku (Villanueva García-Pomareda, 2011, p. 7). U nekim slučajevima niži rang potraživanja predstavlja sankciju (npr. kasne prijave potraživanja), nekada izvor subordinacije može biti i autonomija volje (ugovorna subordinacija), a negde je za rang ključna akcesornost potraživanja (Villanueva García-Pomareda, 2011, p. 8).

U ovu grupu najčešće se svrstavaju kamate nakon otvaranja stečajnog postupka, novčane kazne, potraživanja za besplatnu činidbu stečajnog dužnika, potraživanja prijavljena sa zakašnjenjem, potraživanja vlasnika po osnovu zajma datog društvu, potraživanja subordinirana zbog ponašanja dužnika (pravična subordinacija), potraživanja poverilaca koji su se saglasili da budu namireni poslednji (voljna subordinacija) itd. (Radović, 2005, pp. 187-190; Wood, 2007, pp. 267-271). Subordinirana potraživanja se posmatraju kao „antiteza privilegiji“, tj. kao negativni izuzetak od pravila *par conditio creditorum* i kao zakonska sankcija za određene poverioce (Cáceres, 2013, pp. 193-194).

Među navedenim, posebno interesantno je pitanje ranga potraživanja vlasnika društva. Iako je opšteprihvaćeno pravilo da se u stečaju potraživanja vlasnika nalaze na poslednjem mestu prilikom deobe stečajne mase, tokom postojanja privrednog društva, oni se, međutim, mogu naći u mnogim ulogama koje ne moraju nužno da budu povezane sa njihovim članskim statusom (Višekruna, 2017, p. 135). Tada se otvara pitanje da li odlučujuća činjenica treba da bude da je reč o članu društva, ili će se on posmatrati isključivo kroz novu ulogu koju je preuzeo, što će uticati i na njegovo mesto u stečajnim ispllatnim redovima. Najviše interesovanja izazivaju potraživanja koja članovi društva kao poverioci imaju za zajmove koje su dali društvu. Postavlja se pitanje kako tretirati te zajmove u stečaju društva – da li je vlasnicima dopušteno da traže isplatu zajma kao svi ostali poverioci i da se namiruju sa običnim (neprivilegovanim) poveriocima *pro rata* (De Weijs & Good, 2015, p. 642).¹

¹ Tretman zajmova vlasnika se fokusira na tri pitanja – da li zajmovi vlasnika treba da se rangiraju *pari passu* sa potraživanjima drugih poverilaca ili treba da budu subordinirani; da li vraćanje zajma vlasnicima treba da bude podvrgnuto određenim ograničenjima, posebno u periodu rizika od stečaja i da li posebna ograničenja treba da se primene na obezbeđena potraživanja vlasnika (Verse, 2008, p. 1109)? U radu ćemo se fokusirati samo na prvo pitanje.

2. Finansiranje društva – zajam ili unošenje uloga?

Prilikom osnivanja članovi društva unose određena sredstva u imovinu društva i po tom osnovu stižu odgovarajuće učešće u kapitalu, ali tokom postojanja kompanije oni mogu unositi i dodatna sredstva. Ovo je posebno izraženo kada se kompanija suočava sa finansijskim teškoćama, jer ona tada često ne može da obezbedi potrebna sredstva za nastavak poslovanja od drugih lica zbog loše finansijske situacije i nepostojanja imovine kojom bi mogla da garantuje vraćanje dugova (Cahn, 2006, p. 288; Lazauskaitė & Petroševičienė, 2013, p. 1801; Vutt, 2006, p. 86). U ovoj situaciji vlasnici imaju mogućnost da ne obezbede dodatno finansiranje i da pokrenu postupak prestanka društva (stečaj ili likvidacija), ili da sami obezbede potrebna sredstva. Ako se opredele da kompanija nastavi poslovanje, njihovo davanje može biti u formi dodatnih uloga (povećanje kapitala kompanije) ili zajma kompaniji (Cahn, 2006, p. 288). Otvara se pitanje u kojoj meri zakonodavac može da utiče na slobodu vlasnika da donose odluke o načinu na koji će (dodatno) finansirati svoje društvo i da li se ta sloboda može ograničiti (De Weijs, 2018, p. 418). Način finansiranja je značajan ako se ima u vidu da imovina ima zaštitnu ulogu (engl. *equity cushion*), tj. ona je prva koja apsorbuje sve gubitke tako da je njeno postojanje odraz finansijske otpornosti kompanije (De Weijs, 2018, p. 412).

Vlasnici imaju dvostruki interes da vrše pozajmice društvu koje je u finansijskim poteškoćama. S jedne strane, moguće je da društvo putem pozajmica uspešno prevaziđe nastale teškoće, što pogoduje vlasnicima društva – oni će uživati u plodovima uspeha privrednog društva, a društvo će im takođe uredno vratiti dati zajam. S druge strane, ako se društvo ne oporavi, datim zajmom se omogućava odugovlačenje otvaranja stečajnog postupka i pruža mogućnost vlasnicima da utiču na pravo namirenja drugih poverilaca društva (Radović, 2020, pp. 1-2). Prednost davanja zajma umesto unošenja kapitala ogleda se i u nižim transakcionim troškovima te transakcije, jer unošenje kapitala zahteva primenu brojnih kompanijskih pravila i procedura (Landuyt, 2019, p. 129).

Ponekad priroda ovih davanja nije jasno određena, pa se javlja dilema na koji način treba posmatrati finansijska sredstva koja vlasnici stavljaju na raspolaganje svojim kompanijama. Ona se mogu tretirati jednako kao zajmovi drugih lica, tj. davalac može zahtevati od kompanije da vrati sredstva u celosti (ili u odgovarajućoj srazmeri u stečaju). Međutim, ponekad se takvi poslovni odnosi s vlasnicima zabranjuju da bi se oni podstakli da obezbede dovoljno kapitala, tako da se predviđa poseban (nepovoljniji) režim za takve zajmove (Noack & Beurskens, 2008, p. 1).

Kako će se tretirati finansijska davanja vlasnika društvu zavisice umnogome od okolnosti konkretnog slučaja. U slučaju sumnje, verovatnije je da će sudovi okarakterisati kao zajam transakciju koja je učinjena pod tržišnim uslovima (engl. *transaction at arm's length*) (Nozemack, 1999, p. 708). To se utvrđuje korišćenjem brojnih faktora koje možemo svrstati u tri grupe (Nozemack, 1999, p. 709):

- formalnost zaključenog ugovora – nepostojanje ugovora, nejasne i neodređene odredbe navode na zaključak da je reč o ulogu u kapital, a ne zajmu (Skeel, & Krause-Vilmar, 2006, p. 269). Ovaj faktor treba da ukaže *prima facie* da li

transakcija poštuje formalnosti karakteristične za klasični zajam (terminologija korišćena u ugovoru, određivanje perioda dospelosti duga, raspored otplate, kamata, ugovaranje obezbeđenja i sl.) (Sbarbaro & Ginevri, 2014, p. 49);

- finansijska situacija društva u trenutku kada je izvršeno davanje i kako su strane tretirale dato potraživanje – sudovi posebno razmatraju adekvatnost kapitala društva i mogućnost da se obezbedi finansiranje iz spoljnih izvora (Nozemack, 1999, p. 710);
- odnos između poverioca i dužnika – potrebno je da se posmatra sveukupna veza koja postoji između dužnika i poverilaca (Sbarbaro & Ginevri, 2014, p. 50). Tako, na primer, postojanje odnosa kontrole između dužnika i poverioca opredeljuje pristup da je reč o ulogu u kapital (Nozemack, 1999, p. 711).

Svrha ovih faktora je da spreči da privid koji stvara ugovor (forma) prevlada nad suštinom finansijskog davanja kompaniji (Sbarbaro & Ginevri, 2014, p. 49). Međutim, oslanjanje na formalne faktore (prvi kriterijum) nije efikasan način da se odredi priroda davanja, već namera ugovornih strana treba da bude glavni, ako ne i jedini kriterijum na koji se treba oslanjati prilikom ovog razgraničenja, pogotovu zato što se svrha kojoj teži vlasnik-zajmodavac može otkriti samo kroz ispitivanje „suštinskih faktora“ tako da suština treba da prevlada nad formom (Sbarbaro & Ginevri, 2014, p. 49-50).

Da li će se potraživanje tretirati kao ulog ili zajam od izuzetnog je značaja za poverioca. Po pravilu, imovina stečajnog dužnika nije dovoljna da se poverioci u celosti namire, tako da će oni namiriti samo deo svog potraživanja (srazmerno namirenje), a namirenje funkcioniše po principu isključivosti između isplatnih redova, što znači da dok se ne namire poverioci višeg isplatnog reda, nije moguća raspodela stečajne mase poveriocima nižeg isplatnog reda. Stoga je poveriocima stalo da njihovo potraživanje ima što bolji rang kako bi mogli da se namire u što većem procentu.

Osnovna razlika između mogućih formi finansiranja društva od strane njegovih članova izvodi se upravo iz stečajnih pravila. Iako u oba slučaja ulaganje potiče od istog lica, njihov pravni status je dijametralno suprotan – da bi zajam bio isplaćen, podnosi se prijava potraživanja u stečajnom postupku, dok vraćanje kapitala može da se razmatra tek nakon što su sva potraživanja poverilaca namirena (Vutt, 2008, p. 86). Ova dvostruka uloga koju član-zajmodavac preuzima u društvu povezana je s različitim nivoima rizika koje donosi stečaj – ulaganje u formi kapitala izloženo je maksimalnom riziku, dok vlasnika manji rizik tereti kada se nađe u ulozi poverioca (Colina, 2016, p. 305). Kada je njihovo potraživanje subordinirano, poverioci se namiruju tek nakon namirenja svih poverilaca iz viših isplatnih redova. U nekim sistemima postoji čak i rangiranje u okviru klase subordiniranih poverilaca, tj. redosled kojim su oni u zakonu nabrojani nije slučajan, već predstavlja rezultat promišljenog akta zakonodavca (a zajmovi vlasnika se obično nalaze na dnu te lestvice) (npr. §39 Insolvenzordnung – InsO). Ako se potraživanje vlasnika umesto zajma tretira kao ulaganje u kapital, njihov položaj u stečaju postaje još nepovoljniji. Ta potraživanja su rezidualna kategorija kojoj pripada samo stečajni višak, tj. ono što ostane nakon namirenja svih poverilaca (uključujući i subordinirana potraživanja). Iz navedenog možemo izvesti zaključak da je položaj akcionara koji su dali zajam društvu loš ako se njihovo potraživanje subordinira, jer se smanjuju njihove šanse

za namirenje, ali je još gori ako se zajam tretira kao kapital, jer te šanse postaju ravne nuli.

Vlasnici su generalno svesni ovog rizika i različitog tretmana dugova i imovine u slučaju otvaranja stečajnog postupka. U slučaju nedostataka posebnih pravila, vlasnici će finansirati kompanije ne putem kapitala, već putem zajmova (De Weijs, 2018, p. 425). Stoga oni obično biraju da ne unose dodatne uloge, već radije daju zajmove u nadi da će povratiti makar deo dodatnog ulaganja ako kompanija bankrotira. Čini se da insajderi pokušavaju da tretiraju ova davanja kao zajmove kada kompanija posluje izuzetno dobro (i može da ih vrati) ili veoma loše (kada se nad njom otvara stečajni postupak), a kao uloge kada nije izvesno kakvo je poslovanje kompanije (Skeel & Krause-Vilmar, 2006, p. 268).

Ako se zakonodavac opredeli za specifičan status zajmova vlasnika u stečajnom postupku, postoje različiti načini na koje se mogu postići željeni rezultati. Možemo uočiti dva osnovna pristupa: subordinacija – zajam se stavlja u niži isplatni red nego što bi to bio slučaj da je reč o redovnim okolnostima – ili rekarakterizacija – zajam se tretira kao ulog u kapital.

3. Subordinacija potraživanja vlasnika

3.1. Vrste subordinacije

Subordinacija se odnosi na „preuređivanje“ razvrstavanja poverilaca u stečajnom postupku i nije povezana s pitanjem punovažnosti ili zakonitosti potraživanja. Subordinirano potraživanje može biti punovažno i izvršivo, ali će biti plaćeno kasnije nego što bi inače to bio slučaj prilikom raspodele stečajne mase (UNCITRAL, 2004, p. 268). Subordinirani zajam je uslovno potraživanje zajmodavca prema kompaniji, a uslov koji aktivira isplatu je da su prethodno namirena potraživanja svih ostalih poverilaca u kompaniji (Vutt, 2008, p. 87). Subordinacija se može postići na dva načina. Potraživanje može biti subordinirano na osnovu zakona, uz postojanje standarda koji propisuju uslove za primenu te norme (Vutt, 2008, p. 87). Druga mogućnost je da se ovo pitanje reguliše u ugovoru o kreditu ili da bude predmet posebnog ugovora koji definiše pravni odnos subordinacije (Lazauskaitė & Petroševičienė, 2013, p. 1800). Ugovorne strane mogu biti zajmodavac i zajmoprimac (kompanija), ali je moguće i da ugovor o subordinaciji bude zaključen između dva ili više poverilaca, a da kompanija ne bude ugovorna strana (Vutt, 2008, p. 87). Ugovorna subordinacija je usmerena isključivo na ostvarivanje interesa ugovornih strana (npr. dužnika i tog poverioca), dok je, za razliku od nje, zakonska subordinacija pravni instrument koji funkcioniše u interesu ostalih dužnikovih poverilaca (Veiga Copo, 2006, p. 11).

Drugi osnov razlikovanja pravila o subordinaciji je da li se ona zasniva na objektivnim ili subjektivnim kriterijumima (Radović, 2020, p. 3; Mba, 2019, p. 57). U pravnim sistemima koji poznaju subordinaciju zasnovanu na objektivnim kriterijumima reč je uglavnom o automatskoj subordinaciji, tj. ako su ispunjeni zakonom predviđeni uslovi, potraživanje se svrstava u odgovarajući (po pravilu poslednji) isplatni red. Tipičan predstavnik sistema zasnovanog na subjektivnim kriterijumima je američko pravo gde sudovi donose odluku da subordiniraju potraživanja ako procene da postoje opravdani razlozi da se potraživanje poverioca subordinira – tzv. pravična subordinacija (engl.

equitable subordination) (Radović, 2020, p. 3). U ovom slučaju (ne)pravično ponašanje vlasnika je centralni element na osnovu koga se određuje da li će potraživanje vlasnika biti subordinirano (Mba, 2019, p. 48).

3.2. Izuzeci od primene subordinacije

U nastojanju da obezbedi zaštitu poverilaca od mogućih manipulacija od strane lica povezanih sa stečajnim dužnikom, stečajno zakonodavstvo korpusu mehanizama zaštite pridružuje i pravila o subordinaciji potraživanja lica povezanih sa stečajnim dužnikom. Potreba da se drugim poveriocima pruži zaštita od ovih lica proizlazi iz činjenice da se oni smatraju „insajderima“ koji su mnogo bolje upoznati s poslovanjem i finansijskim stanjem dužnika od ostalih poverilaca i da te informacije mogu da iskoriste da za sebe pribave neku korist koja će ići na štetu ostalih poverilaca (Cahn, 2006, p. 296; Müllert, 2006, p. 397). Pored toga, potreba za pravičnošću u raspodeli rizika u slučaju finansijskih teškoća dužnika navodi na specifičan tretman ove kategorije poverilaca.

U definisanju norme kojom se opredeljuje tretman zajmova vlasnika neophodno je da se pronađe prava mera između potrebe zaštite poverilaca i potrebe da se društvu ne zatvore vrata za pribavljanje sredstava od vlasnika koji su često jedini voljni da obezbede sredstva u finansijskim teškoćama. Upravo s tim ciljem se i uvode određeni izuzeci od primene pravila o subordinaciji kako bi se ograničio opseg njene primene.

3.2.1. Personalni izuzeci

Položaj vlasnika društva se po pravilu proučava kroz širi kontekst lica povezanih sa stečajnim dužnikom. Ta lica mogu da se definišu kao lica koja imaju određenu vezu s dužnikom, bilo da je ona pravna, ekonomska ili lična (porodična) (Veiga Copo, 2006, p. 44; UNCITRAL, 2004, p. 146).

Način na koji su definisana povezana lica u velikoj meri određuje domen primene norme o subordinaciji, ali ima uticaja i na poslovne transakcije. Ako je preširoko postavljena, norma može dovesti do zloupotreba sa ciljem da se izbegne primena pravila o subordinaciji, što dovodi do apsurdne situacije – norma je uvedena da bi se sankcionisao privilegovan položaj povezanih lica i destimulisalo njihovo prevarno ponašanje, a njena preterana širina može da dovede upravo do suprotnih rezultata i novih zloupotreba.²

² Takav je slučaj, na primer, u Slovačkoj, gde je predviđeno da se povezanim licima smatraju sva lica koja su bila ili jesu povezana sa stečajnim dužnikom, nezavisno u kom trenutku je to bio slučaj. Ove odredbe su uvedene sa ciljem da se izbegnu zloupotrebe, ali one zapravo mogu podstaći privredne subjekte da putem različitih konstrukcija zamaskiraju postojanje veze. Posebno problematično je to što se odredba primenjuje i na lica koja su bila povezana u bilo kom trenutku u prošlosti. To može biti problematično posebno za društva koja su pre postupka privatizacije 1989. godine bila u državnom vlasništvu (posebno banke i velike kompanije), što bi moglo dovesti do situacija da potraživanja banaka budu subordinirana u stečajnom postupku, jer su u jednom trenutku (pre nekoliko decenija) imale istog vlasnika kao i kompanija kojoj su dale zajam (Stangl Lutz & Steinecker, 2012, p. 2). Kako bi se izbegle ovakve situacije, potrebno je da se norma tumači i primenjuje restriktivno – u najužem mogućem smislu (Stangl Lutz & Steinecker, 2012, p. 2).

Upravo iz tog razloga određene kategorije lica izuzimaju iz primene pravila o subordinaciji (personalni izuzeci). Najčešći razlog je ograničeno učešće u kompaniji u pogledu imovine i upravljanja. Kod određivanja kruga povezanih lica moguće je opredeliti se za rešenje gde se nabrajaju izuzeci od opšteg pravila, tj. na koga se neće primenjivati pravila o subordinaciji ili za rešenje gde se nabrajaju sva lica koja se mogu smatrati povezanim sa stečajnim dužnikom i na koja će se pravilo primenjivati. Ako se zakonodavac opredeli za drugu opciju, štede se vreme i sredstva u stečajnom postupku jer ne mora da se preispituje da li su ta lica imala neke dodatne informacije ili su doprinela nastupanju stečaja (Villanueva García-Pomareda, 2011, p. 13). Ako se uzme da je nabrojani krug lica *numerus clausus*, time se omogućava da druga lica koja su mogla aktivno da doprinesu nastupanju stečaja ili koja su imala kontrolu nad društvom ostaju izvan ovog kruga (Villanueva García-Pomareda, 2011, p. 15). Upravo iz tog razloga se kritikuje španska norma jer se smatra da je krug nabrojanih lica zatvoren i da je zakonska pretpostavka neoboriva, tako da se ne može preispitivati da li je pobrojano lice znalo za situaciju u kojoj se dužnik nalazi (Villanueva García-Pomareda, 2011, p. 14; Colina, 2016, pp. 195-196). To se može negativno odraziti na želju tog lica da unese dodatna sredstva.

Po pravilu se krug lica koja su isključena iz domena primene pravila o subordinaciji vezuje za određen procenat učešća u kapitalu. Subordinacija se tako ograničava na subjekte koji, po pravilu, imaju značajan uticaj na upravljanje kompanijom (Verse, 2008, p. 1113). Zakonodavac se oslanja na stepen kontrole koji vlasnik (može da) ima nad društvom i smatra da lica koja poseduju manje od donje granice neće biti u mogućnosti da donose odluke o finansiranju u ime dužnika i kao takvi ne treba da budu sankcionisani (Mba, 2019, p. 56). U nemačkom pravu je to slučaj s licima koja imaju ispod 10% učešća u kapitalu, a nemaju upravljačku poziciju u društvu (nem. *geschäftsführende Gesellschafter*)(§39(5) InsO).

Španija je definisala krug povezanih lica s dužnikom pozitivnom enumeracijom tako da se lica koja ne spadaju u taj krug neće smatrati povezanim. U krug posebno povezanih lica čija se potraživanja subordiniraju spadaju i vlasnici društva koji imaju učešće u kapitalu od najmanje 5% u slučaju kotiranih društava, odnosno 10% u slučaju da društva nisu kotirana. Kako zakonodavac ništa ne precizira, smatra se da je reč o svim hartijama od vrednosti koje izdaje dužnik, uključujući i akcije bez prava glasa i druge atipične vrednosnice (npr. opcije i varanti) (Colina, 2016, p. 287). Polazi se od neoborive pretpostavke da ta lica imaju više informacija od drugih poverilaca (asimetrija informacija) i da mogu da utiču na formiranje volje društva (Colina, 2016, pp. 273, 288). Pozadina te odluke se preispituje, jer se smatra da oni nisu ništa bolje informisani ili da imaju nešto šira prava od drugih članova društva, posebno ako se ima u vidu da je pravo na informisanje individualno pravo svakog člana (Villanueva García-Pomareda, 2011, p. 16). Takođe se dovodi u pitanje u kojoj meri će lica s tim procentom učešća u kapitalu moći da utiču na formiranje volje u društvu (Colina, 2016, p. 290). Postavilo se i pitanje u kom trenutku je potrebno da postoji to učešće u kapitalu da bi se primenjivale norme o subordinaciji. Španski zakonodavac jasno kaže da je reč o trenutku kada je *kredit odobren*. Dakle, ova pravila će se primenjivati na lica koja imaju relevantni ulog *ab initio* (od nastanka dužničko-poverilačkog odnosa), ne i kada su kasnije stekla relevantno učešće u kapitalu.

U Austriji se subordiniraju zajmovi vlasnika ako on ima direktno ili indirektno kontrolno učešće u kapitalu dužnika, ili ima udeo od najmanje 25% ili ima dominantan uticaj nad dužnikom (§5 Eigenkapitalersatzgesetz – EKEG). Smatra se da kontrolno učešće postoji kada vlasnik ima većinu glasačkih prava ili kada ima pravo da bira ili razrešava većinu članova organa upravljanja ili nadzora, kada ima posebno pravo da bude član organa upravljanja, kada ima pravo da donosi odluke na osnovu ugovora s jednim ili više članova društva, kada omogućava članu da vrši kontrolni uticaj, što se pretpostavlja kada on ima makar 25% glasačkih prava, a niko drugi nema makar ekvivalentna glasačka prava (§5(2) EKEG).

U Nemačkoj je pored učešća u kapitalu personalni izuzetak vezan i za potraživanja vlasnika koji su ušli u kompaniju tokom krize pokušavajući da sačuvaju kompaniju odobravanjem zajmova (nem. *Sanierungsprivileg*).³ Reč je o licima koja su stekla udeo u društvu u svrhu oporavka kompanije i na koja se, dok se kompanija ne oporavi, neće primenjivati pravila o subordinaciji za postojeće ili nove zajmove ili ekonomski ekvivalentne transakcije (§39(5) InsO). Za primenu ove norme potrebno je da to lice nije ranije bilo član društva (ili da je imalo manje od 10% učešća u kapitalu) (Simon & Brünkmans, 2018, p. 362), da je svrha sticanja udela u društvu isključivo njegova sanacija i da je sticanje izvršeno u toku (preteće) nesposobnosti za plaćanje ili prezaduženosti. U ovom slučaju je procenat učešća u kapitalu koji se stiče nebitan (Hoegen & Prüfer, 2018, p. 558). Ovaj izuzetak nije vremenski neograničen, već važi dok god je potrebna održiva sanacija, ali nije sasvim jasno kako se određuje ova činjenica. S jedne strane, ima mišljenja da se ovaj cilj postiže kada se usvoji plan reorganizacije, dok se, s druge strane, zastupa stav da se krajnji cilj postiže tek kada je kompanija u mogućnosti da vrati te zajmove ili da ih refinansira pod tržišnim uslovima (Tschauner, 2018, p. 764). Simon & Brünkmans (2018, p. 363) pominju kao dva antipoda vremenski okvir određen planom ili ponovo uspostavljenu kreditnu sposobnost u periodu dužem od dvanaest meseci. Tipični primeri transakcija kod kojih se ovaj izuzetak primenjuje su *loan-to-own* i *debt-to-equity swap* strategije (Simon & Brünkmans, 2018, p. 362).

3.2.2. Predmetna ograničenja

Pored personalnih izuzetaka, zakonodavci po pravilu domen primene pravila o subordinaciji ograničavaju i predmetno. Naime, zakonodavac prepoznaje da se članovi društva mogu po različitim osnovima pojaviti kao poverioci društva, ali da svako od tih potraživanja ne zavređuje nužno da bude subordinirano.⁴

Predmetni domen pravila o subordinaciji se najčešće određuje tako da se ona primenjuju na zajmove koje su vlasnici dali društvu, a često se u ovu grupu potraživanja svrstavaju i davanja analogne prirode. Zakonodavac najčešće ne precizira šta se tačno

³ Gelter & Roth (2007, p. 43) ovaj izuzetak označavaju kao faktički izuzetak zasnovan na izgledima za uspeh pokušaja spasavanja radi koga je odobren zajam.

⁴ Tako se, na primer, postavilo pitanje da li to važi za potraživanja vlasnika kao oštećenih od strane kompanije (posebno u kontekstu prevara u vezi sa hartijama od vrednosti) (vid. Višekruna, 2017).

pod tim podrazumeva, tako da nije uvek jednostavno utvrditi koji poslovi se smatraju zajmovima ili analognim prestacijama (Villanueva García-Pomareda, 2011, p. 22). U te „ekvivalentne tehnike finansiranja“ mogu da se ubroje i situacije kada se vlasnik uzdrži od podnošenja zahteva za naplatu dospelog potraživanja prema kompaniji (nem. *Stehenlassen*) ili ako vlasnik da obezbeđenje za kredit koji kompanija uzme od trećeg lica (Müllbert, 2006, p. 395). U španskom pravu je, usled kritika, prilikom izmena zakona uveden izuzetak od pravila o subordinaciji za potraživanja članova društva koja ne predstavljaju zajam ili radnje slične svrhe (šp. *préstamos o actos con análoga finalidad*), pod uslovom da ispunjavaju i zahteve u pogledu učešća u kapitalu (čl. 281, st. 1, tač. 3 LC). Posebno nejasno ostaje šta su „radnje slične svrhe“. Ovaj pojam se razume kao pokušaj zakonodavca da uključi one operacije koje omogućavaju finansiranje poslovanja društva ili unos gotovine iz ugovora koji nisu ugovor o kreditu i koji se podjednako upotrebljavaju u poslovnim transakcijama (Colina, 2016, p. 202).

Austrijsko pravo predmetni domen primene određuje i definisanjem šta se neće podrazumevati kreditom za potrebe primene zakona kojim se reguliše subordinacija. U § 3 EKEG, ističe se da se pod kreditom neće smatrati novčano davanje s rokom dospelosti do šezdeset dana, kredit u robi koji je stavljen na raspolaganje društvu na period do šest meseci, ili kredit koji je dat pre krize, a u toku njenog trajanja se produžava rok njegovog važenja ili je njegova otplata odložena.

3.3. Pravne posledice subordinacije

Najznačajnija posledica subordinacije je promena redosleda namirenja tako da se vlasnici-poverioci namiruju u poslednjem isplatnom redu tek nakon svih ostalih poverilaca. Posledično, to potraživanje se najčešće neće namiriti zbog nedovoljne stečajne mase, ili će se namiriti u jako malom procentu. U pojedinim sistemima uspostavlja se i hijerarhija u okviru klase subordiniranih potraživanja, tako da potraživanje nižeg ranga ne može da se namiri pre namirenja potraživanja višeg ranga (vid. Veiga Copo, 2006, p. 12). Redosled subordiniranih potraživanja u tom slučaju odražava sličnu logiku kao i stečajni isplatni redovi – vlasnici se namiruju poslednji.

Takođe, subordinacija potraživanja može da ima i druge posledice. Licu čija su potraživanja subordinirana oduzima se svaka mogućnost uticaja i odlučivanja na osnovu koje bi mogao da manipuliše u stečajnom postupku (Veiga Copo, 2006, p. 11). Na primer, moguće je da se ograniči pravo subordiniranih poverilaca da prijavljuju svoja potraživanja, da glasaju, da se namire u stečajnom postupku (Schihalejev, 2018, p. 53) ili da se biraju u neki od poverilačkih organa. Pravo vlasnika-zajmodavaca da učestvuju u stečajnom postupku može prouzrokovati brojne probleme za ostale poverioce zbog uticaja koji ova lica mogu imati na tok postupka ako im se dopusti da ravnopravno s drugim poveriocima učestvuju u radu poverilačkih organa (Schihalejev, 2018, pp. 61, 63).

Brojni su primeri ograničenja u uporednom pravu. Na primer, u Španiji subordinirani poverioci gube pravo glasa u skupštini poverilaca, ali ne i pravo učešća u njenom radu (art. 352 LC). U nemačkom pravu posledica subordinacije potraživanja je da

ti poverioci (*nachrangige Gläubiger*) ne mogu da traže sazivanje skupštine poverilaca (§75 InsO), niti da glasaju na njoj (§77 InsO). Međutim, oni mogu da prisustvuju sednicama i da se informišu o toku postupka. Takođe je predviđeno (§174(3) InsO) da ovi poverioci podnose prijavu potraživanja samo ukoliko im to izričito zatraži stečajni sud.

Subordinacija potraživanja vlasnika pozitivno utiče na položaj ostalih poverilaca *ex post* jer se stepen njihovog namirenja povećava u onoj meri u kojoj su potraživanja vlasnika subordinirana (Landuyt, 2019, p. 122),⁵ ali i *ex ante* jer pretnja subordinacijom utiče na vlasnike da ne odobre zajam kompaniji koja verovatno neće opstati (Gelter & Roth, 2007, p. 40).

Subordinacija može imati još jednu (nenameravanu) praktičnu posledicu. Naime, ako je režim previše strogo postavljen, on može ograničiti izvore finansiranja društva u finansijskim teškoćama u periodu kada su mu dodatna sredstva preko potrebna.

3.4. Odnos subordinacije i rekarakterizacije

Drugi mogući pristup u tretiranju finansijskih sredstava koja su vlasnici dali društvu je da se data sredstva smatraju ulogom, a ne zajmom, u kom slučaju govorimo o primeni instituta rekarakterizacije. Doktrina rekarakterizacije se obično spominje u kontekstu američkog prava, gde je izgrađena kroz sudsku praksu. Sudovi prilikom primene ovog instituta koriste test od jedanaest faktora na osnovu koga procenjuju da li je reč o zajmu ili ulogu. Nijedan od faktora nema presudan uticaj na donošenje konačne odluke, a sam pristup zavisi od specifičnih okolnosti stečajnog postupka (Radulović, 2014, pp. 36-38; Mba, 2019, p. 50).

Između rekarakterizacije i subordinacije nema razlike u rezultatu, ali ona postoji kada je reč o načinima na koje se postiže taj rezultat (Mba, 2019, p. 49). Rekarakterizacija se razlikuje od subordinacije po tome što se ne zahteva dokazivanje da je vlasnik postupao nepravično i što se potraživanje vlasnika tretira kao imovina, umesto da se prosto podređuje drugim potraživanjima poverilaca (Skeel & Krause-Vilmar, 2006, p. 265). Time se postiže efekat sličan subordinaciji, a da se ne zahteva dokazivanje nepravičnog ponašanja (Skeel, & Krause-Vilmar, 2006, p. 266). I u ovom slučaju dolazi do specifičnog vida subordinacije, jer se potraživanje vlasnika po osnovu „uloga“ namiruje tek kada su namirena potraživanja ostalih poverilaca (Nozemack, p. 706). Za razliku od subordinacije gde se vlasnik i dalje smatra poveriocem, ali ima niži rang prioriteta u namirenju, kod rekarakterizacije poverilac učestvuje u raspodeli stečajne mase kao vlasnik, čime se njegov položaj dodatno pogoršava (Radović, 2017, p. 198).

⁵ Pitanje da li vlasnici imaju pravo da učestvuju u raspodeli stečajne mase kao obični neobezbeđeni poverioci često igra odlučujuću ulogu u tome koliko će se namiriti drugi neobezbeđeni poverioci. Navodi se primer stečaja kompanije *Louwerier* gde je vlasnik tražio da namiri potraživanje od 758 486 evra. U slučaju subordinacije, obični poverioci bi bili isplaćeni 100%, a ako bi vlasnik učestvovao u raspodeli, procenat namirenja bi pao na 40-45% (De Weijs, 2018, p. 421).

4. Uporednopravna rešenja

Kada razmatramo temu subordinacije potraživanja vlasnika društva, možemo govoriti o dve grupe sistema.

U prvu grupu spadaju države u kojima ne postoji zakonska subordinacija zajmova članova društva. To, međutim, ne znači da ovaj institut nije prisutan i u tim sistemima, bilo kroz institut ugovorne subordinacije, bilo kroz subordiniranje tog potraživanja (ili nalaženje opravdanja za to) na osnovu neke druge norme.⁶ Iako je reč o institutu privatnog prava, nisu retki slučajevi (pokušaja) analogne primene postojećih instituta javnog prava.⁷ Predstavnici ovog režima su Ujedinjeno Kraljevstvo,⁸ Francuska, Holandija.⁹

U drugu grupu spadaju države gde je subordinacija zajmova vlasnika (ili šire povezanih lica), izričito predviđena zakonom. U okviru ove grupe, možemo govoriti o dva dijametralno suprotna pristupa – automatska subordinacija zajmova vlasnika društva (uz određene izuzetke) i zakonom ustanovljena mogućnost da se subordinira zajam vlasnika ako sud nađe da je to pravično. Prvi pristup je karakterističan za sisteme kontinentalnog prava, dok je glavni predstavnik drugog pristupa pravo SAD.¹⁰

4.1. Nemačko pravo

Istorija subordinacije zajmova vlasnika (*Gesellschafterdahrlehen*) seže u tridesete godine XX veka (vid. Verse, 2008). U početku je ovo pitanje bilo samo rezultat sudske prakse, da bi osamdesetih godina bilo kodifikovano u kompanijskom zakonu, ali samo za društva sa ograničenom odgovornošću (GmbH). Savezni sud našao je da ranija sudska praksa i dalje ostaje na snazi tako da su se gotovo tri decenije paralelno primenjivala dva izvora – sudska praksa i norme kompanijskog zakona. Osnovno opravdanje pravila o subordinaciji u tom periodu bilo je da je vlasnik sam odgovoran za odluke o finansiranju

⁶ Na primer, sudovi u Japanu, koji ne poznaje pravilo o subordinaciji, oslanjali su se na različite principe i zakonska pravila – princip dobre vere, princip jednakosti poverilaca u stečajnom pravu, pravila kompanijskog prava o zaštiti poverilaca ili su posmatrali subordinaciju kao izuzetak od pravila o ograničenoj odgovornosti (Masuda, 2018, pp. 6-8).

⁷ Tako su se, na primer, u Holandiji sudovi najčešće pozivali na odredbe poreskog prava i nastojali da analogno primene njegov rezon ispitivanjem da li je dati zajam zapravo neformalni ulog u društvo.

⁸ Iako je Korkov komitet prilikom reforme stečajnog zakona 1985. godine izneo predlog da se uvedu pravila o subordinaciji, to nije učinjeno. Norma koja bi se eventualno mogla koristiti u tu svrhu je odredba čl. 215 Stečajnog zakona (Insolvency act) koja predviđa subordinaciju, ali samo za potraživanja direktora, i to pod uslovom da su osuđeni za *wrongful trading* ili *fraudulent trading*. Primena ove norme moguća je na vlasnike društva samo u slučaju da je vlasnik ujedno i direktor, bilo *de iure* ili faktički, odnosno direktor u senci.

⁹ U Holandiji je uprkos nedostatku zakonskih pravila bilo sudskih odluka gde su sudovi subordinirali potraživanja vlasnika, ali kako je bilo i suprotnih odluka, ne može se reći da je stav sudske prakse ujednačen. Vlasnici su koristili tu situaciju i često se pojavljivali kao najveći i ujedno i obezbeđeni poverioci. Tako se u stečaju jednog od najvećih maloprodajnih holandskih lanaca V&D američki vlasnik *Sun Capital* pojavio kao poverilac sa založnim pravom na celoj imovini dužnika i s prioritetom u namirenju u odnosu na sve ostale poverioce (De Weijs, 2018, p. 419).

¹⁰ U literaturi se ističe da se pristup koji predviđa italijansko pravo po svojim osobinama približava američkom modelu (Gelter & Roth, 2007, p. 43).

koje je doneo kada je kompanija u krizi i da treba da snosi posledice svoje odluke (nem. *Finanzierungsverantwortung*) (Verse, 2008, p. 1114). Za primenu pravila bilo je ključno da kompanija prolazi kroz „krizu“, a da je vlasnik dao zajam kako bi ona opstala ili je „ostavio“ zajam koji je odobren pre krize, tj. nije iskoristio priliku da traži zajam nazad, iako je bio svestan finansijskog stanja kompanije (Huber & Habersack, 2006, p. 312). Pojam krize nije bio određen u zakonu, već je njega razradila praksa Saveznog suda. Smatralo se da je preduslov krize ispunjen kada je društvo prezaduženo ili nesposobno za plaćanje ili da drugo lice koje nije vlasnik ne bi odobrilo zajam pod takvim uslovima (Verse, 2008, p. 1112).

Temeljna reforma propisa 2008. godine donela je nekoliko izmena u ovoj oblasti. Pre svega, pravila o subordinaciji su unifikovana i ujednačena za sve oblike privrednih društava. Odredbe o tretmanu zajmova vlasnika društva su kodifikovane u stečajnom zakonu. Praktična posledica te izmene je da se i na strane kompanije koje imaju centar poslovnih aktivnosti u Nemačkoj primenjuju pravila o subordinaciji.

Pravila su znatno pojednostavljena – svi zajmovi vlasnika (uz nekoliko izuzetaka) po sili zakona se subordiniraju. Time se otklanjaju brojne nedoumice koje je ranije rešenje stvaralo – nema više potrebe da se preispituje da li je društvo bilo u stanju krize kada je zajam odobren, što je bio jedan od uslova primene ranijeg pravila. Sama činjenica da je vlasnik dao zajam dovoljna je da on bude subordiniran tako da nije potrebno ispitivati kreditnu sposobnost kompanije, čime i pitanje da li su zajmovi dati tokom krize gubi smisao (Bahadur, 2012, p. 27). Iako novo pravilo doprinosi sigurnosti i izvesnosti, to čini na račun spremnosti akcionara da finansiraju društvo putem zajma, što se odražava na krug potencijalnih izvora finansiranja (Mba, 2019, p. 55). To je posebno značajno za društva koja tek započinju poslovne aktivnosti (start up kompanije).

Po pravilu pitanje da li je zajam dat u periodu krize ili ne i nije od suštinskog značaja, jer najčešće svakom stečaju prethodi kriza (Verse, 2008, p. 1113). Izuzetak su slučajevi kada uspešna kompanija kao rezultat egzogenog šoka dospe u stečaj tako iznenada da vlasnik nije imao vremena da reaguje na krizu pre pokretanja stečajnog postupka. U tom slučaju odluka nije doneta kada je kompanija bila u krizi, tako da prema starim pravilima njegovo potraživanje ne bi bilo subordinirano, dok bi prema novim pravilima to bilo nebitno, jer bi zajam svakako bio subordiniran (Verse, 2008, p. 1114). Iako se na prvi pogled čini kao konstatacija teorijskog karaktera, ova razlika dobija na značaju danas u eri pandemije virusa Covid-19. Kao deo paketa mera koje se usvajaju radi otklanjanja posledica virusa na privredu, pojavljuje se i pitanje tretmana zajmova vlasnika društva. U onim državama koje predviđaju subordinaciju ovih potraživanja, predviđeno je da se te norme određeni period neće primenjivati, jer bi zbog pravila o automatskoj subordinaciji njihova primena bila neizbežna.

4.2. Austrijsko pravo

Razvoj instituta subordinacije u austrijskom pravu je bio inspirisan nemačkim rešenjima, ali austrijski pristup ima i određene osobenosti i u određenim aspektima

odstupa od svog uzora. Prilikom kodifikacije pravila o tretmanu zajmova vlasnika društva, zakonodavac se odlučio za donošenje posebnog zakona koji se isključivo bavi tom tematikom (Eigenkapitalersatzgesetz – EKEG). Zakon ne predviđa automatsku subordinaciju svih zajmova vlasnika, već na tragu ranijih nemačkih rešenja ograničava se samo na zajmove koji su dati u „krizi“.

Kada se porede s nemačkim, austrijska pravila su manje stroga (jer ne zahtevaju subordinaciju svih potraživanja vlasnika), a istovremeno su složenija, jer zahtevaju da se razmatra postojanje krize. Međutim, za razliku od ranijeg nemačkog rešenja, uvedena je zakonska pretpostavka kada će se smatrati da je društvo u krizi (ako je prezaduženo, nesposobno za plaćanje ili ako postoji potreba za reorganizacijom, što se pretpostavlja ako je stepen kapitalizacije manji od 8%, a fiktivni period otplate kredita duži od petnaest godina). Iako uvođenje elementa krize u regulisanje subordinacije može da se odrazi na pravnu sigurnost i jednostavnost pravila, činjenica da je pojam jasno određen čini austrijsko rešenje mnogo manje problematičnim od ranijeg nemačkog (Bahadur, 2012, p. 30). Personalni domen primene pravila je uređen tako da zajmovi lica koja imaju manje od 25% učešća u kapitalu, kao i licâ koja nisu direktori kompanije, neće biti subordinirani (§5 EKEG). Vremenski i personalni domen pravila o subordinaciji čini austrijski režim manje strogim od nemačkog koji predviđa subordinaciju svih potraživanja vlasnika, nezavisno od vremena i okolnosti pod kojima su dati (Bahadur, 2012, p. 28). Austrijsko rešenje se ocenjuje kao vrlo atraktivno jer nastoji da napravi razliku između zajmova koje bi samo vlasnik dao i zajmova koje bi moglo da odobri i neko drugo lice. Zakonom postavljeni pragovi sprečavaju debate i sudske rasprave (De Weijs & Good, 2015, p. 645).

4.3. Špansko pravo

Subordinirana potraživanja u španskom pravu su postala deo sistema razvrstavanja poverilaca u isplatne redove 2003. godine. Polazeći od napred navedene podele pravila o subordinaciji, špansko pravo spada u red pravnih sistema koji poznaju zakonsku subordinaciju potraživanja lica povezanih sa stečajnim dužnikom zasnovanu na objektivnim kriterijumima. Zakonodavac ne uzima u obzir ponašanje datog poverioca ili finansijsko stanje društva, već je dovoljno samo da potraživanje pripada grupi potraživanja koja su nabrojana u zakonu (Veiga Copo, 2006, p. 16). Poseban interes koji poverilac ima u društvu je dovoljan razlog za subordinaciju potraživanja (Huber & Habersack, 2006, p. 316). Norma ne ostavlja mesta za sumnju jer posmatra sve poverioce koji spadaju u ovu kategoriju na jednak način, ostavljajući po strani mogućnost da *a priori* određena potraživanja ovih poverilaca mogu biti „ispravna“ (Veiga Copo, 2006, p. 16). Nije svaki izvor finansiranja koji potiče iz unutrašnjih krugova štetan. Možemo zamisliti situaciju u kojoj dužnik ne može da pribavi potrebna sredstva od banke ili drugih poverilaca, osim od svojih vlasnika, a koja su odlučujuća za njegov opstanak i nastavak poslovanja (Colina, 2016, p. 279).

Rešenje se u teoriji smatra preteranim (Veiga Copo, 2006, p. 41). Posebno se kritikuje način na koji je postavljena definicija ove kategorije subordiniranih potraživanja. Ovakvom

definicijom zakonodavac odstupa od objektivnosti koja je karakteristična za druge vidove subordiniranih potraživanja i prelazi na teren subjektivnih okolnosti poverioca (Veiga Copo, 2006, p. 44; Villanueva García-Pomareda, 2011, p. 9). Samo zbog činjenice da je reč o licu koje ima posebnu vezu s dužnikom, njegovo potraživanje se subordinira zato što se pretpostavlja da [lice] ima više informacija u odnosu na druge poverioce, ali mu se ne pruža mogućnost suprotnog dokazivanja (Veiga Copo, 2006, p. 43). Ova kategorija subordiniranih potraživanja se vezuje za osobenosti i karakteristike titulara prava, a ne osobenosti samog potraživanja (Colina, 2016, p. 189). Potraživanja se subordiniraju nezavisno od toga da li je finansijska situacija dužnika poznata poveriocu, kao i nezavisno od toga da li je nastupila šteta za stečajnu masu i druge poverioce (Colina, 2016, pp. 190-191).

Iako je ideja da se privilegovana i subordinirana potraživanja pojave kao izuzeci od opšteg pravila, broj slučajeva koje ove dve kategorije obuhvataju je veliki, tako da se čini da inicijalna ideja zakonodavca o „izuzetku“ nije u skladu s tekstem člana (Villanueva García-Pomareda, 2011, pp. 6-7).

4.4. Pravo SAD

Pravo SAD se nalazi na drugom kraju spektra pravnih sistema koji poznaju subordinaciju potraživanja. Reč je o subordinaciji koja svoje temelje ima u zakonu, ali za razliku od većine drugih sistema koji poznaju ovaj institut, velika uloga prepuštena je diskrecionoj odluci suda. To se može objasniti i specifičnostima američkog sudskog sistema gde ne samo da sudska praksa predstavlja izvor prava već je sudovima pružena znatno veća sloboda u iznalaženju kreativnih rešenja u primeni norme. Upravo zbog toga u većini evropskih sistema subordinacija ima objektivni i automatski karakter (Veiga Copo, 2006, p. 54).

Koreni instituta pravične subordinacije u američkom pravu vezuju se za sudsku odluku u slučaju *Deep Rock*. Narednih decenija doktrina se razvijala kroz sudsku praksu, da bi je 1978. godine Kongres kodifikovao kao deo reforme stečajnog prava. Prema nacrtu zakona, trebalo je da potraživanja „insajdera“ budu automatski subordinirana, a stečajni sud bi imao diskreciono ovlašćenje da subordinira ostala potraživanja kada to okolnosti nalažu. Zakonodavac je na kraju odustao od dela inicijalnog predloga koji se odnosi na automatsku subordinaciju, dok je odredbe o diskrecionoj subordinaciji zadržao (Skeel & Krause-Vilmar, 2006, pp. 264-265). Danas je ovaj institut regulisan u odeljku 510(c) Stečajnog zakona (US Bankruptcy Code).

Uslovi koji moraju biti ispunjeni da bi se ovaj institut primenio prvi put su izloženi u slučaju *Mobile Steel Co*. Za primenu pravila o pravičnoj subordinaciji potrebno je:

- neprimereno ponašanje (engl. *inequitable conduct*) od strane poverioca. U praksi su posebno izdvojene tri situacije koje opravdavaju primenu ovog instituta: utanjena kapitalizacija; prevara, loše upravljanje ili kršenje fiducijarne dužnosti; poverilac koristi dužnika kao instrument ili alter ego (Nozemack, 1999, p. 698);
- povreda prava poverilaca ili nepravična prednost kao posledica ovog ponašanja;

- da sprovođenje subordinacije bude saglasno sa odredbama Stečajnog zakona, čime se sudovi podsećaju da ne mogu da prilagođavaju redosled namirenja poverilaca jer predosećaju nepravilne rezultate (Nozemack, 1999, p. 702).

U pravu SAD se ne govori isključivo o subordinaciji potraživanja vlasnika kapitala već o pravičnoj subordinaciji potraživanja poverilaca stečajnog dužnika. Dakle, ovaj vid subordinacije ne vezuje se nužno samo za povezana lica već se može primeniti na sve poverioce, s tim što za potraživanja „insajdera“¹¹ važe blaži uslovi za subordinaciju (Radulović, 2014, p. 34). Takođe, osnovni preduslov za primenu pravične subordinacije je neadekvatno ponašanje poverioca, za razliku od drugih (mahom evropskih sistema) koji ne insistiraju na ovom uslovu (vid. Radulović, 2014, p. 42; Cahn, 2006, pp. 292-293).

5. Osvrt na rešenja u pravu Srbije

U pravu Srbije se sada po prvi put u okviru stečajnog zakonodavstva razmatra pitanje tretmana zajmova koji su akcionari dali društvu-stečajnom dužniku.¹² Zakon uređuje pitanje statusa i neobezbeđenih i obezbeđenih potraživanja. Tretman potraživanja koja nisu obezbeđena rešava se u okviru pravila o isplatnim redovima, dok se odredbe o obezbeđenim potraživanjima nalaze u delu o pobijanju pravnih radnji stečajnog dužnika i smatraju se radnjom namernog oštećenja poverilaca.

Pitanje subordinacije je od izuzetnog značaja za zemlje poput Srbije, u kojima s jedne strane postoji izražen problem pristupa finansiranju, tako da su vlasnici zbog ograničenih izvora finansiranja primorani da koriste sopstvene izvore koji su namenjeni u druge svrhe, a s druge strane zbog odsustva odgovornosti zajmovi mogu biti sredstvo zloupotreba (Radulović, 2014, p. 28).

Zakon je kao rešenje usvojio automatsku subordinaciju svih zajmova, ali i drugih davanja koja po svojoj prirodi odgovaraju zajmu, svrstavajući neobezbeđena potraživanja povezanih lica u poslednji (četvrti) isplatni red. U kontekstu potraživanja vlasnika kapitala, subordinacija je ograničena personalno i vremenski. Prvo, njena primena vezana je za potraživanja vlasnika koji imaju značajno učešće u kapitalu (čl. 125, st. 1, tač. 3 ZOS). Zakon o stečaju ne kaže koji je to procenat, dok prema odredbama Zakona o privrednim društvima značajno učešće u kapitalu postoji ako jedno lice, samostalno ili s drugim licima koja s njim deluju zajedno, poseduje više od 25% prava glasa u društvu (čl. 62, st. 3 ZOPD). Trebalo bi primetiti da se, za razliku od nemačkog i španskog prava, koji govore samo o procentu učešća u kapitalu (bez obzira da li ono daje pravo glasa), srpski zakonodavac opredeljuje za nešto uže rešenje, ograničavajući se na učešće koje donosi glasačka prava. Iz domašaja pravila o subordinaciji isključena su potraživanja

¹¹ Pojam „insajder“ uključuje, između ostalog, i direktore, lica koja kontrolišu kompaniju i povezana društva gde se društva smatraju povezanim ako direktno ili indirektno poseduju, kontrolišu ili drže najmanje 20% glasačkih prava u drugom društvu. Vid. 11 U.S.C. § 101(2) i (31).

¹² Ova tema nije nova u našem pravu, ali je do sada bila deo korpusa normi kompanijskog prava kroz pravila o „utanjenoj kapitalizaciji“ i „zajmu umesto kapitala“ (vid. Radović, 2005, p. 189).

institucija koje se u okviru svoje redovne delatnosti bave davanjem zajmova i kredita. Po svemu sudeći ova odredba je uneta zbog ograničenih izvora finansiranja koji su dostupni stečajnom dužniku, jer banka kao racionalan poslovni subjekt ne bi pristala na davanje kredita dužniku ako bi postojala mogućnost subordinacije njenih potraživanja.¹³ Vremensko ograničenje podrazumeva da su samo zajmovi dati u poslednje dve godine predmet subordinacije. Ovo rešenje je posledica činjenice da je pristup finansiranju otežan, te da bi restriktivna odredba imala za posledicu da vlasnici, čak i kada je to potpuno opravdano, ne bi bili spremni da daju zajmove društvu (Radulović, 2014, p. 43).

Imajući u vidu mogućnost da poverioci na osnovu ugovora subordiniraju svoja potraživanja, ostaje otvoreno pitanje kakav će biti redosled namirenja u tom slučaju, tj. da li prevagu odnosi zakonska ili ugovorna subordinacija. Radović (2017, p. 194) polazeći od jezičkog tumačenja teksta zakona zaključuje da će se poverioci na osnovu ugovorne subordinacije namiriti nakon poverilaca „trećeg isplatnog reda“, dakle pre poverilaca čija su potraživanja subordinirana po zakonu. Međutim, imajući u vidu da je identičan član postojao u verziji Zakona o stečaju iz 2009. godine, kada je zakon poznavao tri isplatna reda, a zakonska subordinacija zajmova vlasnika bila deo kompanijskog zakona, bliži smo stanovištu da je trenutno stanje rezultat omaške zakonodavca i propusta u redigovanju teksta zakona prilikom izmena. U prilog ovoj tezi može se navesti i činjenica da zakoni drugih zemalja koji poznaju ovaj institut predviđaju da će se potraživanja subordinirana na osnovu ugovora namiriti tek nakon namirenja ostalih potraživanja (vid. §39(2) InsO).¹⁴

Literatura

- Bahadur, N. N. 2012. *Subordination of shareholder loans in insolvency*. Master thesis. Amsterdam: University of Amsterdam. Dostupno na: <https://docplayer.net/38657002-Subordination-of-shareholder-loans-in-insolvency.html>, (18.7.2017).
- Cáceres, R. E. 2013. Los créditos que disfrutan de fianza de terceros en España: su clasificación antes y después de la reforma operada en la Ley Concursal por el Real Decreto Ley 3/2009. *Revista de Derecho Privado*, 24, pp. 191-208.
- Cahn, A. 2006. Equitable subordination of shareholder loans?. *European Business Organization Law Review*, 7(1), pp. 287-300.
- Colina, M.A. 2016. *Los créditos subordinados de persona especialmente relacionada con el concursado persona jurídica*. Thesis doctoral. Universidad Nacional de Educación a Distancia (España). Facultad de Derecho. Departamento de Derecho Civil.

¹³ Banka bi u našem pravu mogla da se u definiciji povezanih lica podvede pod kategoriju „lica koja su faktički u poziciji da vrše značajniji uticaj na poslovanje dužnika“. U nemačkoj praksi sud je u jednom slučaju našao da je banka povezano lice upravo zbog informacija koje ima o poslovanju dužnika i mogućnosti da ostvari uticaj na njega (Cahn, 2006, p. 291).

¹⁴ U španskom pravu se ova potraživanja nalaze u listi rangiranih potraživanja pre zajmova vlasnika, a ako se uzme da je reč o namernoj gradaciji potraživanja (Veiga Copo, 2006, p. 12), jasno je da je ideja da se potraživanja vlasnika namiruju nakon potraživanja subordiniranih ugovorom.

- De Weijts, R. J. & Good, M. 2015. Shareholders' and creditors' entitlements on insolvency: who wins where?. *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 30(10), pp. 642-645.
- De Weijts, R. J. 2018. Harmonization of European insolvency law: preventing insolvency law from turning against creditors by upholding the debt-equity divide. *European Company and Financial Law Review*, 15(2), pp. 403-444.
- Gelter, M. & Roth, J. 2007. Subordination of shareholder loans from a legal and economic perspective. *CESifo DICE Report - Journal for Institutional Comparisons*, 2, pp. 40-47.
- Hoegen, P. & Prüfer, S. 2018. Distressed Mergers and Acquisitions: Prozess, Kaufpreisgestaltung, Begrenzung der Haftungsrisiken. Notwendigkeit und rechtliche Anforderungen an ein Sanierungskonzept. In: Knecht, T., Hommel, U. & Wohlenberg, H. (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*. Wiesbaden: Springer Gabler, pp. 535-559.
- Huber, U. & Habersack, M. 2006. Special rules for shareholder loans: which consequences would arise for shareholder loans if the system of legal capital should be abolished?. In: Lutter, M. (ed.), *Legal Capital in Europe*. Göttingen: De Gruyter, pp. 308-324.
- Landuyt, S. 2019. A capital question: should shareholder loans be automatically subordinated?. In Bruloot, D. (ed.), *Belgian and European perspectives on creditor protection in closed companies*. Intersentia, pp. 121-164.
- Lazauskaitė, R., & Petroševičienė, O. 2013. The doctrine of subordination of shareholder loans as safeguard of creditors' rights and its development in Lithuania. *International Journal of Development and Sustainability*, 2(3), pp. 1798-1805.
- Mba, S. U. 2019. *New financing for distressed businesses in the context of business restructuring law*. Springer.
- Mülbart, P. O. 2006. A synthetic view of different concepts of creditor protection, or: a high-level framework for corporate creditor protection. *European Business Organization Law Review*, 7(1), pp. 357-408.
- Nozemack, M. 1999. Making sense out of bankruptcy courts' recharacterization of claims: Why not use 510 (c) equitable subordination. *Washington & Lee Law Review*, 56(2), pp. 689-720.
- Radović, V. 2005. Stečajni ispllatni redovi. U: Perović, S. (ur.), *Aktuelna pitanja savremenog zakonodavstva*. Budva: Udruženje pravnika, pp. 173-192.
- Radović, V. 2017. *Stečajno pravo. Knjiga 1*. Beograd: Pravni fakultet. Centar za izdavaštvo i informisanje.
- Radulović, B. 2014. Subordinacija zajmova vlasnika u stečajnom postupku – ekonomska logika, uporedna rešenja i primena u Republici Srbiji. U: Radović, V (ur.), *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom EU*, Beograd: Pravni fakultet, pp. 27-47.
- Sbarbaro, F. M., & Ginevri, A. S. 2014. Substance vs. form in shareholder financing: how does this affect the corporate interest?. *China-USA Business Review*, 13(1), pp. 47-59.
- Schihalejev, M. 2018. Restrictions on the participation of debtor-related creditors in bankruptcy proceedings: is there a need for a new approach in Estonian law?. *International Comparative Jurisprudence*, 4(1), pp. 52-65.

- Simon, S. & Brünkmans, C. 2018. Notwendigkeit und rechtliche Anforderungen an ein Sanierungskonzept. In: Knecht, T., Hommel, U. & Wohlenberg, H. (Hrsg), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*. Wiesbaden:Springer Gabler, pp. 347-373.
- Skeel, D. A. & Krause-Vilmar, G. 2006. Recharacterization and the nonhindrance of creditors. *European Business Organization Law Review*, 7(1), pp. 259-285.
- Tschauner, H. 2018. Sanierungsinstrument Debt for Equity Swap. Notwendigkeit und rechtliche Anforderungen an ein Sanierungskonzept. In: Knecht, T., Hommel, U. & Wohlenberg, H. (Hrsg), *Handbuch Unternehmensrestrukturierung*. Wiesbaden: Springer Gabler, pp. 757-786.
- UNCITRAL. 2004. *Legislative Guide to Insolvency Law*. New York: UNCITRAL.
- Veiga Copo, A. B. 2006. Los créditos subordinados en la Ley concursal. *Revista de derecho bancario y bursátil*, 25(102), pp. 9-70.
- Verse, D., 2008. Shareholder loans in corporate insolvency – a new approach to an old problem. *German Law Journal*, 9(9), pp.1109-1124.
- Višekruna, A. 2017. The treatment of securities related claims in insolvency. *Strani pravni život*, 4, pp. 123-135.
- Vutt, A. 2008. Subordination of shareholder loans in Estonian law. *Juridica International*, 15.
- Wood, P. R. 2007. *Principles of international insolvency (Vol. 1)*. London: Sweet & Maxwell.

Internet izvori

- Beurskens, M. & Noack, U. 2008. *Of tradition and change - the modernization of the German GmbH in the face of European competition*. Dostupno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1138704.
- Masuda, T. 2018. *Subordination of shareholder loans in Japan*. Dostupno na: <https://core.ac.uk/download/pdf/159407937.pdf>, (28.3.2020).
- Radović, M. 2020. *Položaj subordiniranih stečajnih poverilaca u postupku reorganizacije*. Dostupno na: https://www.researchgate.net/publication/338549620_POLOZAJ_SUBORDINIRANIH_STECAJNIH_POVERILACA_U_POSTUPKU_REORGANIZACIJE/citations, (27.5.2020).
- Stangl Lutz, G. & Steinecker, J. 2012. *Slovakia: a new subordination rule entered into force: the role of related party creditors in bankruptcy post amendment to the Slovak Bankruptcy Act*. Dostupno na: https://www.schoenherr.eu/uploads/tx_news/schoenherr_a_new_subordination_rule_entered_into_force_the_role_of_related_party_creditors_in_bankruptcy_post_amendment_to_the_slovak_bankruptcy_act.pdf, (11.6.2020).
- Villanueva García-Pomareda, B. 2011. *Alternativa a la automática subordinación de los créditos de los titulares de participaciones significativas en el concurso*. Dostupno na: <https://eprints.ucm.es/14702/>, (27.5.2020).

Pravni izvori

- Bundesgesetz über Eigenkapital ersetzende Gesellschafterleistungen (Eigenkapitalersatz-Gesetz – EKEG), StF: BGBl. I Nr. 92/2003 (NR: GP XXII RV 124 AB 211 S. 32. BR: AB 6866 S. 701.). Änderungen BGBl. I Nr. 29/2010 (NR: GP XXIV RV 612 AB 651 S. 60. BR: 8302 AB 8304 S. 784); BGBl. I Nr. 58/2010 (NR: GP XXIV RV 771 AB 840 S. 74. BR: 8354 AB 8380 S. 787.)
- Insolvenzordnung (InsO) vom 5. Oktober 1994 (BGBl. I S. 2866), die zuletzt durch Artikel 24 Absatz 3 des Gesetzes vom 23. Juni 2017 (BGBl. I S. 1693) geändert worden ist.
- Stečajni zakon SAD. 11 U.S.C (1978) (US Bankruptcy Code). Dostupno na: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11>, 12.6.2020.
- Stečajni zakon Španije. Ley concursal de España - LE, Ley 22/2003, de *Boletín Oficial de Stado* – BOE, num. 164 de 10/7/2003. Sa kasnijim izmenama 2011 i poslednjim u 2020. godini (Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal, BOE, núm. 127, de 07/05/2020).
- Zakon o privrednim društvima, *Službeni glasnik RS*, br. 36/2011, 99/2011, 83/2014 - dr. zakon, 5/2015, 44/2018, 95/2018 i 91/2019.
- Zakon o stečaju, *Službeni glasnik RS*, br. 104/2009, 99/2011 - dr. zakon, 71/2012 - odluka US, 83/2014, 113/2017, 44/2018 i 95/2018.

Aleksandra D. Višekruna, MA

Research Associate, Institute of comparative law, Belgrade, Serbia

e-mail: a.visekruna@iup.rs

SUBORDINATION OF SHAREHOLDERS' LOANS IN INSOLVENCY – COMAPRATIVE LAW OVERVIEW

Summary

Creditor protection is the main goal of insolvency proceedings. In order to accomplish said goal, various legal institutes are created to prevent damage to creditors during insolvency. One of the particularly important issues is how to prevent related parties from using their specific insider status and obtaining gain for themselves, harming the other creditors. The emphasis in this paper is on shareholders that provide additional funding to the financially distressed company. The main issue is how to treat said transaction in insolvency – as a loan or as an equity contribution, which has consequences, mainly on their priority order in insolvency.

The paper is thematically divided into two parts. The first deals with issues related to subordination as a legal institute, while the second puts this issue in the context of

selected individual legal systems. The author identifies two groups of legal orders – ones that don't regulate this issue and the ones where the subordination has its legal foundation. Comparative overview covers on the one hand systems that have subordination based on objective criteria, such as German legal system that has rich history in application of this legal institute, Austrian and Spanish legal systems that have used German law as a role model, and on the other hand the US law that is an example of opposite approach based on subjective criteria (equitable subordination).

Keywords: loan, related parties, insolvency, subordination.

Primljeno: 12.6.2020.

Prihvaćeno: 30.6.2020.