

др Бранко РАДУЛОВИЋ

доцент Правног факултета Универзитета у Београду

**СУБОРДИНАЦИЈА ЗАЈМОВА ВЛАСНИКА
У СТЕЧАЈНОМ ПОСТУПКУ – ЕКОНОМСКА
ЛОГИКА, УПОРЕДНА РЕШЕЊА И ПРИМЕНА
У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ**

Резиме

Субординација зајмова власника пресудно утиче на њихове подстицаје у погледу одобравања зајмова предузећима у финансијским потешкоћама. С обзиром да је у неким законодавствима субординација зајмова власника прописана, док у другим није, поставља се питање да ли је субординација економски оправдана, односно ако јесте, који приступ субординацији је друштвено пожељан. Како би одговорили на наведена питања, у првом делу приказујемо налазе Гелтеровог економског модела субординације. У другом делу приказујемо правне оквире и приступе субординацији (и реквалификацији) у САД и Немачкој чија су решења служила као узор већем броју европских земаља, међу којима је и Србија. Такође анализирамо решења предвиђена изменама Закона о стечају, пре свега увођење новог исплатног реда, као и решења у погледу повраћаја зајмова власника, и третмана зајмова власника обезбеђених имовином дужника.

Кључне речи: *зајам власника, субординација, реквалификација, Закон о стечају.*

Ограничен приступ финансирању, посебно у ситуацији када се привредно друштво нађе у финансијским потешкоћама ставља власнике пред дилему да ли да покрену стечајни поступак (ако су испуњени стечајни разлози) односно поступак ликвидације, или да омогуће наставак пословања тако што ће или унети додатни капитал или одобрити зајам привредном друштву. У случају да се власници

одлуче за одобравање зајма, додатно питање је да ли то да учине са или без обезбеђења. За коју од опција ће се власници одредити у великој мери зависи од тога како ће у случају отварања стечајног поступка такви зајмови бити третирани. Версе (*Verse*) наводи три кључна питања у погледу зајмова власника: 1) да ли ће зајмови бити третирано *pari passu* са потраживањима других поверилаца или ће бити субординирани; 2) да ли повраћај зајмова треба да буде предмет посебних ограничења посебно у периоду који претходи стечају; 3) да ли је потребно применити посебна ограничења на зајмове који су дати уз обезбеђење на имовини стечајног дужника.¹

Третман зајмова власника је још једна у низу специфичности националних стечајних оквира. У неким стечајним оквирима, попут Немачке, Аустрије, Шпаније, Италије и САД ова област је уређена законом и/или је детаљно разрађена у судској пракси. У другим стечајним оквирима попут Енглеске, Холандије или Француске, третман позајмица одобрених од стране власника стечајном дужнику није регулисан. Поред тога у земљама у којима се субординација зајмова власника примењује, постоје бројне разлике у погледу предуслова за примену, изузећа и последица по власнике. Коначно, питање субординације је од изузетног значаја за земље попут Србије у којима с једне стране постоји изражен проблем приступа финансирању, тако да су власници због ограничених извора финансирања приморани да користе сопствене изворе који су намењени у друге сврхе, а с друге због одсуства одговорности зајмови могу бити средство злоупотреба.

У земљама у којима је третман зајмова власника уређен, у пракси су могућа два узајамно неискључива приступа. Први приступ је субординација, тако да се потраживања власника по основу одобрених зајмова субординирају (имају нижи приоритет у намирењу) у односу на друге стечајне повериоце. Ипак, власници који су одобрили зајмове у случају субординације и даље имају и третман поверилаца у стечајном поступку. Потраживања власника (уз могућност побијања таквог потраживања), ако постоји довољно средстава, се нормално намирују након намирења других стечајних поверилаца. Гетлер и Рот (*Geteler and Roth*) субординацију називају реактивним односно *приступом стечајног права*.² Други приступ је реквалификација (рекарактеризација), тако да одобрени зајмови имају суштински третман капитала. Насупрот субординацији, Гетлер

1 Вид. D. A. Verse, „Shareholder Loans in Corporate Insolvency – A New Approach to an Old Problem“, *German Law Journal* 9/2008, стр. 1109.

2 M. Gelter, J. Roth, „Subordination of Shareholder Loans from a Legal and Economic Perspective“, 2008, *CESifo Dice Report – Journal for Institutional Comparisons* 5(2)/2007, стр. 40–47.

и Рот реквалификацију називају „превентивним“ приступом односно *приступом компанијског права*.³

Правила о субординацији пре свега имају функцију филтрирања и то тако што утичу на подстицаје власника.⁴ Субординација треба да спречи да дужници који имају неодрживо пословање наставе да послују, уместо да покрену стечајни поступак, те да се имовина реалоцира ка ефикаснијој употреби. Другим речима, циљ субординације је спречавање инвестирања у пројекте негативне вредности, при чему не треба да се обесхрабре покушају реструктурирања дужника са одрживим пословањем. Правила о субординацији треба да спрече настанак такозваних проблема „типа I“ – непожељног спасавања. С друге стране, правила о субординацији могу да онемогуће дужнике који имају одрживо пословање да након добијања зајма од власника наставе да послују. Правила о субординацији на тај начин могу да створе окружење у којем често долази до грешке „типа II“ онемогућавања друштвено пожељних покушаја спасавања дужника.

У првом делу укратко ћемо приказати економски модел субординације зајмова. Правила о субординацији пресудно утичу на подстицаје власника у погледу одобравања зајмова предузећима у финансијским потешкоћама. С обзиром да је у неким законодавствима субординација зајмова власника прописана, док у другим није, поставља се питање да ли су правила о субординацији друштвено пожељна и оправдана, односно ако јесу оправдана, који обим субординације је друштвено пожељан. Како би одговорили на наведена питања, потребно је разумети механизам подстицаја у различитим околностима, а за то је потребан економски модел.

У другом делу приказујемо различите правне оквире и приступе субординацији (и реквалификацији). Након анализе субординације и рекарактеризације у САД, и анализе правног оквира у Немачкој која је послужила као узор већини европских земаља које примењују субординацију, приказујемо и третман зајмова власника у стечајном оквиру у Србији и поредимо са неким решењима у земљама у окружењу. Такође анализирамо решења предвиђена изменама Закона о стечају Републике Србије, пре свега увођење новог исплатног реда, као и преузимање одредби Закона о привредним друштвима којима се регулишу питања враћања зајмова власницима, односно

3 *Ibid.*, стр. 43.

4 О стечајном поступку као облику филтрирања дужника вид. М. White, „Corporate Bankruptcy as a Filtering Device: Chapter 11 Reorganizations and Out-of-Court Debt Restructurings“, *Journal of Law, Economics and Organization* 10/1994, стр. 268–295. О филтрирању у контексту субординације вид. М. Gertler, „The Subordination of Shareholder Loans in Bankruptcy“, *International Review of Law and Economics* 26/2006, стр. 478.

узимање зајмова од стране власника уз обезбеђење.⁵ У последњем делу закључујемо.

1. ГЕЛТЕРОВ ЕКОНОМСКИ МОДЕЛ СУБОРДИНАЦИЈЕ ЗАЈМОВА ВЛАСНИКА

Већ у уводу смо навели да правила субординације могу битно да утичу на подстицаје власника и повезаних лица да одобре или не одобре зајмове привредном друштву. Гелтеров економски модел субординације зајмова разматра друштвено оптимална (ефикасна) правна правила субординације и њихове ефекте по спречавање друштвено непожељних покушаја спасавања (спречавање грешке „Тип I“), односно спречавање друштвено пожељних покушаја спасавања дужника од стране власника (настанак грешке „Тип II“).⁶ Гелтер и Рот табеларно приказују четири могућа *ex ante* ефекта субординације зајмова власника према моделу Гелтера.

Табела 1
Могући исходи у Гелтеровом моделу ефеката
субординације зајмова власника

субординација спречава друштвено ефикасно спасавање – грешка „Тип II“	субординација спречава друштвено неефикасно спасавање
субординација не спречава друштвено ефикасно спасавање	субординација не спречава друштвено неефикасно спасавање – грешка „Тип I“

Гелтеров модел експлоатише инхерентни конфликт између власника и поверилаца у случају високе задужености привредног

5 Закон о стечају, *Сл. гласник РС*, бр. 104/2009, 99/2011 – др. закон, 71/2012 – одлука УС и 83/2014, Закон о привредним друштвима, *Сл. гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – др. закон.

6 Модел је релативно једноставан јер претпоставља само једног повериоца са потраживањем P и три временска периода. Такође, модел користи стандардне поједностављујући претпоставке – нулту каматну и дисконтну стопу, као и неутралност спрам ризика дужника и поверилаца. У првом периоду предузеће се формира са одређеном структуром (односом сопственог и позајмљеног капитала. У другом период наступају финансијске тешкоће и власник треба да одлучи да ли да одобри зајам предузећу у износу D . Ако власник не одобри зајам, имовина предузећа се продаје у стечајном поступку за ликвидациону вредност L . У случају да је власник одобрио зајам, у трећем периоду вредност предузећа износи A . Реч је о случајној променљивој чија вредност није позната у тренутку када власник одлучује да ли да одобри зајам. Власник доноси одлуку на основу очекиване вредности предузећа $E(A)$.

друштва.⁷ Власници имају подстицај да преузму знатно ризичније активности јер не могу много тога да изгубе с обзиром да је ризик већ у великој мери прешао на повериоце. У случају позитивног исхода, власници присвајају сву корист, док у случају негативног исхода повериоци трпе штету. Повериоци су ограничени фиксним износом потраживања и не могу да учествују преко тог износа у расподели у случају успешног исхода. С обзиром на расподелу користи, власник има изражени подстицај да покуша да „спаси“ привредно друштво тако што ће му одобрити зајам, иако то не мора да буде друштвено ефикасно решење. Да ли ће власник покушати да спасе привредно друштво између осталог зависи и од правила о субординацији. Гелтеров модел показује у којим околностима подстицаји креирани правилима о субординацији одступају од друштвено оптималних решења.

Пре свега Гелтеров модел показује да није могуће формирати општа правила субординације која би била потребна и довољна да превентивно делују у погледу спречавања друштвено непожељног спашавања. Наиме, користи које власник може да има услед успешног спашавања могу да буду изразито велики, тако да ни примена ригорозних правила субординације није довољан да умањи очекиване користи од чињења ризичног подухвата. То значи да ће покушаја спасавања постојати без обзира на правила субординације.⁸ Прави-

7 Другим речима, модел указује на инхерентан конфликт између приватног и друштвеног оптимума (у погледу одлуке власника о покушају спасавања предузећа тј. дужника). С једне стране друштвени оптимум постоји ако је очекивана вредност предузећа у случају наставка пословања умањена за одобрени зајам већ од вредности предузећа у банкротству, односно ако је $E(\hat{A}) - D > L$. С друге стране, власник доноси одлуку поредећи разлику у случају стечаја $(L - P)$ и у случају давања зајма и реализоване вредности $(A - P - D)$. С обзиром да покушај спасавања предузећа одобравањем зајма може бити успешан или неуспешан третман зајма власника (субординација) има пресудни утицај на одлуку о његовом одобравању. Ако је покушај неуспешан (A није довољно да се намири дуг P) и ако зајам власника није субординиран, учешће власника у стечајној маси једнако је процентуалном учешћу у укупном дугу предузећа $\frac{D}{P + D} A$. Али, ако је зајам власника субординиран власник не добија ништа у случају неуспешног покушаја. У основном моделу, ако нема субординације власник ће одобрити зајам ако је очекивана вредност већа од вредности коју добија у стечају. Ако правила о субординацији постоје, власник ће одобрити зајам ако је очекивана вредност која му преостаје након намирења дуга P , таква да остварује повраћај и зајма D , и да је то више у односу на оно што би добио у случају да стечај наступи већ у другом периоду $(L - P)$.

8 Гелтер у раду разматра две групе случајева. Ради илустрације укратко ћемо приказати прву групу, односно случајеве у којима дужник није презадужен – ликвидациона вредност у тренутку одобравања зајма је већа од дуговања $(L > P)$. Кључна разлика је у томе што ако привредно друштво није презадужено онда користи могу да имају обе стране. У првом случају, субординација зајмова не ствара препреке друштвено ефикасним $(E(\hat{A}) > L + D)$ покушајима, када је зајам одобрен у ситуацији када је ликвидациона вредност покривала укупна дуговања. Ликвидациона вредност је већ била довољна за намирење поверилаца тако да

ла субординације у том смислу могу да делују на оне одлуке код којих је корист власника од давања зајма привредном друштву мања. Другим речима, подстицаји по основу субординације могу само делимично да реше проблем неефикасних покушаја спасавања. Гелтер то поткрепљује и чињеницом да постоји велик број случајева у Немачкој и поред тога што се примењује доктрина супституције (замене) капитала (нем. *Kapitalersatzrecht*) о којој ће бити речи приликом разматрања правног оквира субординације зајмова власника у Немачкој.

С друге стране, модел показује да су могуће и ситуације у којима ће правила субординације превентивно деловати у случају друштвено пожељних спасавања, односно до њих због правила субординације неће доћи. Како је друштвено пожељно, да се субординирају само они зајмови који се користе у сврху финансирања неефикасних покушаја, тријажа ефикасних и неефикасних покушаја је од кључног значаја. То подразумева креирање механизма који ће омогућити разликовање ефикасних од неефикасних покушаја.

Постоји неколико јасних препорука Гелтеровог модела. Прво, како је субординација у одређеним ситуацијама недовољна да делује

новонастала разлика вредности припада дужнику. Међутим, у домену друштвено неефикасних спасавања када је очекивана вредност у трећем периоду мања од ликвидационе вредности и вредности зајма датог у другом периоду $E(\hat{A}) < L + D$, могућа су три исхода. У првом не постоје подстицаји за власника да покуша да спасе предузеће одобравањем зајма, чак и да нема субординације. Другим речима, износ који би власник добио из ликвидационе вредности по намирењу повериоца већи је од очекиване вредности коју би остварио након одобравања зајма, те до одобравања зајма неће ни доћи. У другом субординација спречава неефикасно спасавање, јер уместо у случају неуспеха власник да присваја $\frac{D}{P+D}A$, он добија само део преостао након намирења P и покрића зајма D , односно $(A - P - D)$, али је тај део мањи у односу на разлику $(L - P)$. Коначно, у трећем типу исхода, субординација није довољна да предупреди покушај власника да спаси предузеће. Ипак, примена субординације зајмова у ситуацијама када је $(L > P)$ не ствара негативне ефекте, јер ће спречити барем неке од неефикасних покушаја. Без правила о субординацији, у случају неповољног исхода, повериоци су ти који губе, док сву корист присваја власник. Интуитивно, поверилац у ликвидацији остварује потпуно намирење, док сваки покушај спасавања предузећа значи да сноси ризик. Поверилац не добија у случају позитивног расплета, али губи ако је дошло до негативног исхода. На страни трошкова, максимални губитак који може дужник да има једнак је разлици $(L - P)$, односно капиталном губитку као разлици између имовине и дуга пре реструктурирања увећаног за инвестициони трошак D . С друге стране преостали део P није интернализован. Без субординације износ друштвених трошкова који није интернализован износи $P + \frac{D}{P+D}A$, док субординација смањује тај износ за $\frac{D}{P+D}A$. Како у наведеним случајевима све користи бивају интернализоване, субординација не доводи до настанка грешке типа 2, али како интернализација трошкова није потпуна, субординација није довољна да спречи неке од нежељених покушаја.

превентивно (обесхрабри власника), потребно је законским оквиром предвидети одговорност управе (власника који даје зајам) за касно покретање стечајног поступка. Гелтер, као веродостојну претњу санкцијама за касно покретање стечаја наводи одговорност у немачком правном оквиру или британски *wrongful trading* концепт одговорности, као и могућност пробоја правне личности. Тиме би се створили подстицаји који би делимично *ex ante* неутралисали друштвено непожељне покушаје спасавања. Такође, у том случају потребно је предвидети и накнаду штете осталим повериоцима у случају да дужник настави да послује. Друго, проблем на који Гелтер такође указује су случајеви у којима је превентивни ефекат субординације такав да спречава друштвено пожељне зајмове власника. Гелтер у таквим околностима предлаже изузећа за *ex ante* спасавања са позитивном нето садашњом вредношћу. Суштински се то своди на испуњавање два кумулативна захтева. Први је да се на основу дискреционих права препусти судовима да утврде чињенице у вези специфичног случаја. Други је да испуњавају *ex ante* тест ефикасности који би поредио хипотетичку ликвидациону вредност у тренутку одобравања зајма и вредност стечајног дужника у датом тренутку.⁹ Ипак, ове препоруке имају ограничену употребну вредност.

Треба нагласити да Гелтер ограничава свој модел само на зајмове власника који нису обезбеђени. Управо такви зајмови према виђењу Скила и Краус-Вилмара (*Skeel and Krause-Vilmar*) чине најважнији и најпроблематичнији облик давања зајмова.¹⁰

2. УПОРЕДНО-ПРАВНИ ПРЕГЛЕД СУБОРДИНАЦИЈЕ ЗАЈМОВА ВЛАСНИКА

У овом делу приказујемо два најзначајнија приступа третману зајмова власника у стечају. Први приказани приступ је приступ САД, док је други приступ Немачке.¹¹ Иако приступ у САД има бројне предности, његова модификација и примена у стечајном окви-

9 Гелтер анализира и могућност примене бонитета (*creditworthiness*) као критеријума који се користи у Немачкој, али с обзиром да је његова примена према резултатима модела спорна, као и да је приступ постао ирелевантан након последњих измена оквира субординације у Немачкој нисмо га приказали.

10 D. A. Skeel, G. Krause-Vilmar, „Recharacterization and the Nonhindrance of Creditors“, *European Business Organization Law Review* 7(1)/2006, стр. 280. Али вид. S. Muro, „Economic Reasons for the Nonhindrance of Creditors Per Se Rule? A Reply“, *European Business Organization Law Review* 8/2007, стр. 401–411, који сматра да су аргументи у корист ригидног правила недовољни, те да би као такви ограничили потенцијало друштвено корисне зајмове власника.

11 За нешто старији приказ правног оквира и примени субординације у другим државама: Аустрији, Италији и Шпанији вид. Gelter, Roth (2007).

ру Србије била би готово немогућа. И у случају САД и у случају Немачке предочићемо само основне концепте. С обзиром да се Закон о стечају Републике Србије у овом делу угледао на немачка решења, покушаћемо да направимо упоредну анализу и да одговоримо на три кључна питања (начину и обухвату субординације, зајмовима које је власник дао уз обезбеђење на имовини дужника и третману и условима повраћаја зајма власнику у контексту стечаја).

2.1. Правична субординација и рекарактеризација зајмова власника у САД

У САД постоје два вида субординације потраживања – правична субординација (енгл. *equitable subordination*) и рекарактеризација (енгл. *recharacterization*), при чему сваки вид субординације има другачији основ, али и другачију сврху. Правична субординација подразумева да је суд претходно спровео анализу на основу које је утврдио да ли постоји разлог да се неспорно потраживање субординира у односу на потраживања других поверилаца услед непримереног понашања (енгл. *inequitable conduct*) повериоца. Рекарактеризација дуга од стране стечајног суда у САД подразумева да се потраживање конвертује у капитал, односно бива у потпуности субординирано преосталим потраживањима према стечајном дужнику. Рекарактеризација подразумева претходно утврђивање да је у случају посматраног потраживања (дуга) суштински реч о уносу капитала, те га треба и третирати као такво. Другим речима, кључна разлика између рекарактеризације и правичне субординације је што прва не захтева потребу утврђивања неадекватног понашања. При томе, примена доктрине правичне субординације подразумева да се потраживање субординира не у целини, већ само до нивоа нанете штете. Поред тога, примена доктрине правичне субординације није ограничена само на повезана лица, односно на инсајдере у складу са одредбама Стечајног закона САД.¹²

2.1.1. Правична субординација

Доктрина правичне субординације има нешто боље утемељење у Стечајном закону САД. Наиме, одељак 510(с) наводи да стечајни суд придржавајући се начела правичне субординације може наложити субординацију потраживања. Иако сам Стечајни закон не

12 Према одељку 101 Стечајног закона САД, повезано лице (*insider*) у односу на стечајног дужника је члан управе дужника, лице које контролише дужника, ортачко друштво у којем је дужник генерал партнер, генерал партнер дужника или родбина наведених лица. Правила о инсајдерима нису једнозначна. С једне стране власништво над уделима не представља довољан и потребан услов за стицање статуса повезаног лица. С друге стране, и потенцијални партнер дужника може да буде третиран као инсајдер.

наводи вид понашања којим се ствара основ за примену доктрине, судска пракса развила је три критеријума који су неопходни пре него што се примени правична субординација.

Први критеријум односи се на непримерено понашање повериоца.¹³ Стечајни судови су у судској пракси разликовали више облика непримереног понашања – превару, нелегалне радње или кршење фидуцијарних обавеза, неадекватну капитализацију и контролу пословања дужника од стране повериоца. Стандард понашања није исти у случају повезаних лица (инсајдера) и осталих поверилаца. Разлози на основу којих су стечајни судови утврђивали задовољење овог критеријума обухватају преварне радње или радње које су супротне фидуцијарним обавезама (на пример, оптерећење целокупне имовине дужника непосредно пре покретања стечаја, лажно представљање будуће наплате од дужника комерцијалним повериоцима како би се осигурало снабдевање дужника, увећање плате инсајдера ретроактивно иако је стечај био изгледан).

Примена доктрине правичне субординације на повериоце који немају статус повезаних лица подразумева да повереник (енгл. *trustee*) мора доказати да је понашање поверилаца било изузетно неприкладно и неправично у односу на друге повериоце. Примена доктрине у случају повезаних лица захтева само испуњење услова у погледу неправичног понашања, а сам терет доказивања је на страни повериоца који мора доказати да се понашао у складу са добрим пословним обичајима. Стечајеви у којима је утврђено преварно понашање, уобичајено садрже и други вид непримереног понашања, односно елементе недовољне капитализације (енгл. *undercapitalization*).¹⁴ Недовољна капитализација не представљају довољан услов за примену правичне субординације.¹⁵ Коначно, трећи аспект неадекватног понашања односи се на контролу над стечајним дужником. Судови по правилу захтевају „потпуну“ контролу од стране повериоца.¹⁶

13 Ипак, поједини судови доносили су одлуке о субординацији чак и без испуњења услова у погледу непримереног понашања поверилаца.

14 Неадекватан капитал постоји у случају када се утврди да капитал дужника имајући у виду његову величину и природу посла није довољан у односу на околности када је дужник настао, односно када је извршена последња промена капитала.

15 Разлог оваквог става судова може се објаснити тиме да примена субординације само у случају да није постојао адекватан капитал, ствара негативне подстицаје власницима да сами одобравају зајмове у случају финансијских потешкоћа дужника.

16 Приликом анализе постојања потпуне контроле, суд полази од власништва, утицаја на пословне активности дужника, учешће у одлукама органа управљања, утицаја на то која потраживања ће дужник платити, утицај на избор органа управљања и присуство на њиховим састанцима, као и од тога да ли постоји однос на дохват руке.

Други услов за примену правичне субординације је да је услед неправичног понашања повериоца нанета штета дугим повериоцима стечајног дужника или да је такав поверилац својим понашањем стекао неправичну предност. Стечајни судови у том случају примењују дисјунктивни тест, при чему се он у знатној мери поклапа са утврђивањем неправичног понашања.

Треће, правична субординација не сме бити у супротности са другим одредбама Стечајног закона САД. Специфичност примене доктрине правичне субординације је њен обухват, јер стечајни судови могу наложити субординацију и обезбеђених (разлучних) потраживања, тако да се она намирују након намирења необезбеђених (стечајних) поверилаца. Такође, ако је понашање повериоца било до те мере непримерено, суд може такво потраживање одбацити. Ипак, захтев да правична субординација не сме бити у супротности са другим одредбама Стечајног закона огледа се пре свега у ограничавању суда у погледу преуређења исплатних редова када суд сматра да је постојећи редослед неправичан.

2.1.2. Рекарактеризација

Стечајни закон САД не садржи експлицитне одредбе у погледу рекарактеризације потраживања у капитал стечајног дужника, а ни судска пракса у САД није доследна у примени овог правног института. Спрејреген и др. (2004) наводе да већина стечајних судова у САД сматра да одељак 105 Стечајног закона САД даје могућност судијама да спроведу рекарактеризацију потраживања.¹⁷ У пракси постоји неколико кључних случајева од којих је најзначајнији *In re AutoStyle Plastics, Inc.* који иде у прилогу ставу да судови могу да примене рекаратеризацију.¹⁸ Приликом доношења одлуке о рекарактеризацији стечајни судови анализирају више фактора, а пре свега да ли је потраживање настало у условима на дохват руке. У поменутом најзначајнијем поступку за примену рекарактеризације *In re AutoStyle Plastics, Inc.* суд је применио тест претходно примењен у *In re Roth Steel Tube* којим је суд променио статус потраживања по основу пореских дуговања. Тест садржи 11 компоненти, при чему ниједан од фактора нема пресудан утицај на доношење коначне одлуке, а сам приступ зависи од специфичних околности стечајног поступка.

17 J. H. M. Sprayregen, J. P. Friedland, J. A. Brighton, S. F. Bianca, „Recharacterization of Debt to Equity: An Overview, Update and Practical Guide to an Evolving Doctrine“, *Annual Survey of Bankruptcy Law* 2004.

18 *In re AutoStyle Plastics, Inc.*, 269 F.3d 726, 45 U.C.C. Rep. Serv. 2d 964, 2001 FED App. 0378P (6th Cir. 2001). За дискусију вид. Skeel and Krause-Vilmar (2006), стр. 266–277.

Први фактор анализира како је и да ли је уговор (инструмент) именован,¹⁹ при чему одсуство уговора или назива указује да је реч о уносу капитала а не о зајму. Такође, суд разматра у којој мери назив уговора суштински одражава његову природу. Други фактор анализира постојање (одсуство) јасних рокова доспећа и плана исплате, при чему њихово постојање указује да је реч о зајму, а не о уносу капитала. Трећи фактор анализира постојање (одсуство) фиксне каматне стопе и да ли је уговорено плаћање камате. И у овом случају, ако је уговором утврђена каматна стопа и предвиђено плаћање камате може се сматрати да је реч о зајму а не о уносу капитала. Четврти фактор се односи на изворе враћања зајма. Ако враћање позајмљеног новца зависи искључиво од пословних резултата трансакција се у већој мери може окарактерисати као унос капитала. Пети фактор се односи на постојање (одсуство) адекватне капитализације дужника. Недовољна капитализација указује да је реч о уносу капитала, а не о зајму, при чему се посебна пажња поклања околностима у којима је таква трансакција закључена. У случају привредних друштава које су основана са минималним капиталом, након чега су власници одмах одобрили зајам, судови по правилу сматрају да је реч о уносу капитала. Такође, у случају да је зајам одобрен у тренутку када је вероватноћа враћања зајма ниска, таква потраживања се по правилу третирају као унос капитала. Ипак, судови посебну пажњу поклањају специфичним околностима у којима послује стечајни дужник. Шести фактор анализира однос учешћа потраживања поверилаца у односу на њихова учешћа у власништву. Постојање пропорционалних односа између потраживања и више поверилаца по основу зајмова и њиховог власничког учешћа указује да је реч о уносу капитала а не о зајму. Седми фактор анализира постојање обезбеђења, тако да експлицитни и имплицитни трошкови које је поверилац тим поводом имао указују да је реч о зајму. Овај фактор разматра околности сличне наведеним у погледу четвртог фактора. Осми фактор разматра доступност спољних извора финансирања. Ако су други извори финансирања недоступни, тако да други потенцијални зајмодавци не би под истим околностима одобрили зајам указује да је реч о уносу капитала. Дословна примена овог фактора суштински би спречила власнике или друга повезана лица да одобравају позајмице друштву када је оно у финансијским потешкоћама, тако да се анализа спроводи имајући у виду све околности у којима је зајам одобрен. Девети фактор анализира у којој су мери потраживања претходно била субординирана потраживањима осталих поверилаца, при чему субординација указује да је реч о уносу капитала. Десети фактор анализира обим у којој су средства коришћена за набавку сталне имовине. Коришћење зајма за потребе обртне имовине указује на

19 Први елемент теста треба сагледати у контексту емитовања корпоративних обвезница као уобичајеног облика задуживања привредних друштава у САД.

задуживање у доброј вери. Коначно, једанаести фактор анализира присуство (одсуство) синкинг фондова намењених враћању одобрених средстава. И овај фактор се у пракси разматра у ширем контексту, односно суд анализира и постојање инструмената обезбеђења. На основу изнетог, јасно је зашто аутоматско постојање или одсуство једног или више фактора није ни потребан ни довољан услов за примену рекарактеризације.

Судска пракса је даље развила ових 11 иницијалних фактора разматраних у *In re Autostyle*. Судови су у скоријој пракси утврђивали и намеру страна, третман дуга у пословним књигама дужника, степен контроле лице које је одобрило зајам над дужником, однос зајмова власника и унетог капитала, итд. Иако постоји значајна судска пракса, стечајни судови су релативно ретко примењивали рекарактеризацију. Спрејген *et al.* (2004) наводе да се стечајни судови уздржавају од примене јер би шира примена угрозила предвидљивост у пословању.

2.2. Субординација зајмова власника у Немачкој

Немачки правни оквир којим се уређују питања субординације зајмова власника којима се надомештава (супституише) капитал (нем. *eigenkapitalersetzendes Gesellschafterdarlehen*) се, попут оног у САД, такође развио на основу судске праксе започете још тридесетих година прошлог века.²⁰ Први покушај кодификације учињен је 1980. године уношењем чланова 32а и 32b у Закон о друштвима са ограниченом одговорношћу (нем. *Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung* или скраћено *GmbHG*). Наведеним члановима Закона о друштвима са ограниченом одговорношћу било је прописано да у тренуцима када се привредно друштво налази у кризи, потраживања власника (који уместо да као савесни привредници увећају капитал друштва то не чине, већ дају позајмицу предузећу) бивају субординирана потраживањима других поверилаца у стечају.²¹

20 Cahn (2006) наводи да су судови праксу субординације почели редовно да примењују од краја педесетих година прошлог века, примењујући чланове 30 и 31 Закона о друштвима са ограниченом одговорношћу тако што су користили аналогно тумачење правила у погледу зајмова које су власници одобрили привредним друштвима у кризи. Вид. А. Cahn, „Equitable Subordination of Shareholder Loans?“ *European Business Organization Law Review* 1/2006, стр. 291. Доктрина почива на неколико премиса: привредна друштва треба да увећавају сопствени уместо позајмљеног капитала у периодима финансијских потшкоћа; није примерено да привредно друштво финансијски ризик пребаци у потпуности на спољне повериоце; власници и повезана лица имају информациону предност коју могу злоупотребити на штету поверилаца; зајмови власника могу створити погрешну представу о адекватној капитализацији привредног друштва. В. такође Skeel and Krause-Vilmar (2006), стр. 280.

21 У Немачкој се сличан принцип примењивао и у случају одобравања зајма пре настанка кризе, када акционар није захтевао повраћај зајма на самом почет-

Наведене одредбе примењивале су се и на друге активности које по својој економској суштини одговарају зајму власника којим се надомешта (супституише) капитал.

Иако је намера била да се дотадашња судска пракса преточи у текст закона, дошло је до низа проблема у примени. На пример, дотадашња судска пракса (нем. *Rechtsprechungsregeln*) је примену „рекарактеризације“ зајма ограничавала само на износ утврђеног недостатка сопственог капитала, док је прописом обухват рекарактеризације проширен.²² Убрзо Федерални суд правде (нем. *Bundesgerichtshof*) доноси одлуку да се тим одредбама, с обзиром на правне празнине, само допуњује постојећа судска пракса.²³ То је створило додатне проблеме, јер су постојала два скупа правила, са делимично различитим решењима, при чему је судска пракса играла значајнију улогу.²⁴ Правни оквир је још једном измењен 1998. године, када су уведена изузећа (*safe havens*) и примена субординације ограничена тако да се не односи на чланове који имају мање од 10 процена удела уз услов да не врше функцију директора друштва.²⁵ Такође, изузети су и повериоци који су стекли уделе током кризе друштва како би помогли привредном друштву да изађе из финансијских тешкоћа. У таквим околностима субординација се није примењивала на нове зајмове које би такви повериоци одобрили.²⁶ У међувремену је судска пракса проширила примену субординације. Прво је субординација примењена и на потраживања пословних банака, услед тумачења да иако банка нема уделе у привредном друштву, она због могућности контроле и информација о пословању дужника има положај сличан оном контролног члана. Ова одлука је сматрана проблематичном јер

ку кризе. Суштина се сводила на то да власник доноси одлуку о зајму упркос кризи без обзира да ли то чини одобравајући зајам или уздржавајући се од повлачења претходно одобреног зајма. Поред временског аспекта, односно тренутка у коме су зајмови одобрени, друга битна одредница била је сама криза. У Немачкој се сматра да криза наступа ако је предузеће неликвидно или презадужено, или ако трећа страна осим власника не би одобрила зајам под условима и на начин на који је он одобрен од стране власника. Такође, у случају да је треће лице одобрило дужнику зајам за који је власник дао обезбеђење, било је предвиђено да треће лице може захтевати износ који није намирен по основу активирања инструмента обезбеђења.

22 Cahn (2006), стр. 292.

23 Поред два наведена закона, трећи закон којим је уређено питање субординације је Закон о оспоравању правних активности дужника ван стечајног поступка (нем. *Anfechtungsgesetz – AnfG*).

24 T. Bachner, „Creditor Protection in Private Companies: Anglo-German Perspectives for a European Legal Discourse“, Cambridge University Press, 2009, стр. 140.

25 Прецизније извршена је измена члана 32а став 3 Закона о друштвима с ограниченом одговорношћу.

26 Cahn (2006), стр. 291.

није било јасно где је граница између контроле понашања дужника путем ограничења наметнутих уговором и узурпације права чланова. Друга је била примена субординације и на акционарска друштва у случајевима када је учешће у капиталу веће од 25 процената.²⁷

Немачка је 2008. године усвојила нове измене правила субординације.²⁸ У међувремену расправа у професионалној и академској јавности је била веома жива, уз честа залагања за ограничену примену или чак потпуно укидања субординације зајмова. Упркос таквим захтевима, променом правног оквира обухват субординације је проширен на скоро све зајмове власника (било који, односно сви зајмови и потраживања власника који имају исту економску сврху као зајмови власника). У том контексту је извршена измена члана 39 Закона о стечају на начин на који је то претходно учинио шпански закон.²⁹ Измене 2008. године руководиле су се поједностављењем оквира. Увођењем једноставног правила у Закону о стечају уведена је општа и аутоматска субординација свих зајмова власника. Тиме је у измењена постојећа структура закона и напуштен концепт постојања финансијских потешкоћа, односно кризе у тренутку одобравања зајма као критеријума примене субординације. У пракси суштински не долази до битних промена, јер по правилу у привредним друштвима која су у стечају, самом стечају је претходила криза. *Verse* (2008)

27 О судској пракси и развоју вид. P. Mülbart, „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)/2006, стр. 357–408.

28 Реч је о изменама Закона о друштвима са ограниченом одговорношћу и Закона о стечају. Измене су спроведене усвајањем Закона о модернизацији права друштава с ограниченом одговорношћу (нем. *Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen – MoMiG*) који је ступио на снагу 1. новембра 2008. године. Опширна анализа претходног и новог оквира дата је у С. Lüneborg, „Das neue Recht der Gesellschafterdarlehen“, Peter Lang, Frankfurt am Main 2010. Све до последњих измена у Немачкој су паралелно постојала оба концепта (корпоративни и стечајни), али је након измена корпоративни концепт укинут. Поред тога напуштен је и концепт утврђивања бонитета (*creditworthiness test*).

29 Суштина измена садржана је у допуњеном члану 39. Закон о стечају, где је у првом ставу додат последњи исплатни ред, док су чланови 32а и 32б Закона о друштвима с ограниченом одговорношћу брисани. Члан 39 ст. 1 тачка 5 гласи „узимајући у обзир ст. 4 и 5 овог члана потраживања по основу зајма којим је надомештен капитал или потраживања по основу правних трансакција које у економском смислу одговарају таквом зајму“. С обзиром да је реч о члану који дефинише исплатне редове нижег ранга, зајмови власника су субординирани осталим потраживањима. Текст Закона о стечају са изменама од 31. августа 2013. године доступан на <http://www.gesetze-im-internet.de/ins0/> (посећено 28. августа 2014. године). Ставови 4 и 5 се односе на већ разматрана изузећа у случају да власник нема више од 10% регистрованог капитала и да није директор привредног друштва, и у случају да је поверилац који претходно није имао учешће у власништву извршио конверзију дуга у власнички удео. Детаљно о предлогу измена в. *Verse* (2008) и тексту измена Lüneborg (2010).

наводи могућ изузетак у коме дужник пре стечаја није био у кризи, већ је до стечаја дошло услед егзогеног шока, што би се у старом оквиру узело као релевантна околност.³⁰ Важно је напоменути, да иако није садржано у законском тексту, према судској пракси нови оквир се односи како на власнике, тако и на повезана лица (повезана привредна друштва, лица која наступају у име власника, „тихи“ партнери који учествују у расподели профита привредног друштва или имају позицију у управи, итд.).

До сада смо се задржали на општем питању субординације у случају необезбеђених потраживања власника. Како би смо били у прилици да поредимо немачки правни оквир са важећим правним оквиром у Србији, приказаћемо укратко третман, односно ограничења у погледу враћања зајмова власницима и третман обезбеђења зајмова власника имовином привредног друштва. У првом случају, с обзиром на поседовање информација о финансијској позицији привредног друштва, власници могу искористити свој положај како би се у потпуности намирили по основу одобреног зајма друштву. Тиме је поред самог питања субординације потребно регулисати, односно наметнути ограничења отплати зајмова власницима у периоду пре отварања стечаја. Пре последњих измена, прописано је да свако враћање зајма који надомештава капитал извршено у периоду до једне године пре покретања стечајног поступка је предмет побијања. У односу на законско решење, судска пракса је додатно развила питање ограничења враћања зајма (чак и у погледу времена у случају да је дужник дужи период пре покретања стечаног поступка провео у финансијским потешкоћама).³¹ Након измена, поред тога што се побијање односи на све зајмове (а не само оне којима се надомештава капитал) суштински се поједностављује поступак и своди на бинарни избор, тако што је побијање ограничено на период до једне године пре покретања поступка, док у супротном власник може да задржи враћени део зајма. Ово решење уноси правну сигурност, тако да су власници у бољем положају. С друге стране, такво решење ствара подстицај да се одложи покретање стечајног поступка док не прође период од једне године. Недостатак таквог решења је заправо враћање правне несигурности.

У погледу зајмова власника који су одобрени уз обезбеђење на имовини привредног друштва, претходни оквир је омогућавао побијање уколико је обезбеђење дато у веома дугом периоду пре

30 И нови приступ је био подложен бројним критикама према којима субординација треба да буде ограничена само на зајмове који нису прошли *ex ante* тест ефикасности, односно да је потребно изузети оне зајмове који су били намењени пројектима који су имали позитивну нето садашњу вредност. Ипак, поставља се питања основа према којима би судови могли да доносе одлуке у том погледу. В. Verse (2008), стр. 1116.

31 *Ibid.*, стр. 1117–1118.

покретања стечаја (десет година). Нови оквир је само проширио могућност побивања и на друге зајмове (а не само оне којима се надомешта капитал). Ново решење је отклонило и неке нелогичности услед могућности да се избегне реквалификација зајма, али поред значајног поједностављења правног оквира, нека питања остају отворена и решаваће се кроз судску праксу.

Постоје значајне разлике између приступа субординацији (и рекарактеризацији) у САД и Немачкој. Битна разлика у односу на *equitable subordination* доктрину у САД, о којој је било речи у претходном делу је то што немачки приступ не захтева било какав доказ о непримереном понашању поверилаца. Потребан и довољан услов је сам чин одобравања зајма од стране власника у ситуацији када трећа страна не би била спремна да преузме такве ризике. У том смислу немачки институт према својој суштини више одговара доктрини рекарактеризације у САД. Такође, контрола над привредним друштвом није претпоставка за примену субординације, већ се правило аутоматски примењује за сваког зајмодавца чији удео превазилази 10 процената.³² Коначно, док су у према немачком приступу правила у погледу отплате зајмова власника посебно прописана у оквиру стечајног закона, у САД су она део који је регулисан прописима о преварним трансферима (енгл. *fraudulent transfers*). Постоји и низ других разлика (у Немачкој је примена је ограничена на зајмове власника, судови немају исти ниво дискреције, неопходна је сагласност страна да је реч о зајму, а не о уносу капитала, итд.).

3. СУБОРДИНАЦИЈА ЗАЈМОВА ВЛАСНИКА У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ

И пре ступања на снагу Закона о изменама и допунама Закона о стечају правни оквир у Републици Србији је регулисао сва три кључна питања која су поменута на самом почетку – субординацију (необезбеђених) зајмова, третман зајмова власника обезбеђених имовином привредног друштва и питање враћања зајмова власницима односно повезаним лицима. Све одредбе биле су садржане у члану 181 Закона о привредним друштвима. У погледу субординације (необезбеђених) зајмова од стране чланова или повезаних лица, решење мање по садржају, а више према форми, односно приступу компанијског права, прати решење које је било присутно у немачком законодавству пре последњих измена. Одредба није садржала

32 Док је у претходном периоду коришћени проценат учешћа власника за акционарска друштва у погледу изузеће од субординације био 25%, након измена прописа примењује се исто правило као и за друштва с ограниченом одговорношћу – 10%.

ниједан критеријум у погледу услова за примену субординације, већ је она требала да се спроводи аутоматски, односно за необезбеђени део потраживања сматрало се да су ти повериоци прихватили да буду исплаћени након остали стечајних поверилаца. У пракси се одредба ретко примењивала, тако да у низу стечајних поступака ова потраживања нису били субординирана другима у складу са законом. По својој суштини одредбе су свакако више припадале стечајном закону, али то није оправдање за изостанак примене.

Закон о привредним друштвима је истим чланом регулисао и питање обезбеђења које је стечајни дужник дао приликом добијања кредита или зајма од члана друштва или са њиме повезаног лица. У случају да је стечајни дужник већ био неспособан за плаћање или у року од годину дана пре отварања стечаја тако стечено обезбеђење није производило правно дејство. Такво решење, у пракси могло је да се заобиђе имајући у виду кратак период времена, уз претпоставку да дужник у периоду није имао проблема са блокадом рачуна, односно да није био неспособан за плаћање. У том случају могуће је такве радње и побијати (рок од пет година од отварања стечајног поступка), односно сматрати их радњама намерног оштећења. Као што смо навели у Немачкој је законом омогућено да се такве радње побијају чак за период од десет година (у Хрватској је тај период duplo краћи, односно траје пет година од дана отварања стечајног поступка).³³ Додатно, позајмљивање од стране чланова или са њима повезаних лица има низ негативних консеквенци. Пре свега такав облик позајмица подстиче шпекулативне инвестиције и преузимање превише ризика на рачун других поверилаца. Неколико аутора сматра да је потребно увести правило којим би било онемогућено да се на тај начин кредитирају повериоци.³⁴

Коначно, враћање зајма члановима друштва или повезаним лицима годину дана пре отварања стечаја сматрало се радњом намерног оштећења поверилаца. Ова одредба је донекле проблематична, јер друштво није нужно намерно својом кривицом годину дана

33 Вид. Stečajni zakon Republike Hrvatske, *Narodne novine* 44/96, 29/99, 129/00, 123/03, 82/06, 116/10, 25/12, 133/12. Постоји неколико разлика између приступа хрватског Stečajног закона и српског Закона о стечају. Прво, у Србији је обухват зајмова шири и не односе се само на зајмове којим се надомештава капитал. Друго, у Србији у последњи исплатни ред иду само зајмови власника и повезаних лица одобрени у последње две године пре отварања стечаја, док у Хрватској нема временског ограничења. Ту постоји опасност да дужник опструира период од покретања до отварања стечаја како би истекли рокови. Разлог зашто је у Србији то ограничено је управо због чињенице да је приступ финансирању отежан, те да би рестриктивна одредба имала за последицу да власници, чак и када је то потпуно оправдано, не би били спремни да дају зајмове друштву.

34 Skeel, Krause-Vilmar (2006).

након враћања доспело у финансијске потешкоће. Као и у случају описаном на примеру Немачке, такво решење ствара подстицај да се одложи покретање стечајног поступка док не прође период од једне године. Ипак, у односу на правни оквир Немачке где се примењују строге казне за касно покретање стечајног поступка, чиме се део могућих последица избегава, у Србији се може очекивати управо такво тактичко одлагање поступка. Начин да се то предупреди је да повериоци, како не би допустили власнику да уђе у виши исплатни ред, покрену стечајни поступак што раније.

Изменама и допунама Закона о стечају дошло је до промене третмана зајмова власника (и повезаних лица) тако да они сада спадају у новоформирани четврти исплатни ред. Услов је да су потраживања настала (до) две године пре отварања стечајног поступка по основу зајмова и других правних радњи које у економском погледу одговарају одобравању зајмова у делу у којем ти зајмови нису обезбеђени, а који су стечајном дужнику одобрени од стране лица повезаних са стечајним дужником осим лица која се у оквиру редовне делатности баве давањем кредита (и зајмова).³⁵ Постоји још неколико битних разлика између решења у стечајном оквиру Републике Србије и других земаља у региону које су унеле сличне одредбе у своје стечајне оквире. Прво, решење је покушало да нађе компромис између непостојања временског рока, што би знатно демотивисало власнике и повезана лица да улажу у привредно друштво (што је указао и економски модел) и у економском окружењу Србије сувише кратког рока (једне године). У случају прописивања краћег рока субординација би била обесмишљена због тога што већина дужника проведе неко време пре него што се покрене стечајни поступак. Друго, у односу на друге правне оквире који се ограничавају на чланове друштва, у четврти исплатни ред спадају и потраживања повезаних лица. Иако је овим приступом одредба у духу последњих измена стечајног оквира, које су велику пажњу поклониле проблему повезаних лица, поставља се питање на који начин ће се она примењивати.

Одредбе о обезбеђењу и враћања зајма власника Закон о изменама и допунама Закона о стечају је уз мање измена преузео из Закона о привредним друштвима. Остаје отворено питање у којој ће мери одредбе у погледу давања зајма уз обезбеђење бити предмет

35 Законом се зајмови не ограничавају само на зајмове којима се надомешта капитал. Једино Закон о стечајном поступку Републике Српске садржи експлицитну дефиницију зајма којим се надомешта капитал. Зајам којим се надомешта капитал постоји ако неко неки члан друштва у одређеном времену када је наступила криза друштва, друштву одобри зајам, у коме би понашање чланова друштва као добрих привредника налагало уношење властитог капитала, а не одобравање зајма, при чему се наведено односи и за друге правне радње које у економском погледу одговарају одобравању зајма. Вид. чл 88 Закона о стечајном поступку Републике Српске.

злоупотребе и начин избегавања субординације. Ови зајмови су често били предмет злоупотреба и релативно безбедан начин за дужника да „тунелује“ имовину на друго привредно друштво кроз стечај. То се уобичајено чинило на рачун стечајних поверилаца чији степен намирења је зато био знатно нижи од предвиђеног.

4. ЗАКЉУЧАК

Правни оквири различитих земаља дају различите одговоре у погледу третмана зајмова власника у односу на потраживања других поверилаца, могућности њиховог повраћаја и коришћења имовине предузећа као колатерала за добијање таквих зајмова. Правни оквир Србије, угледајући се пре свега на решења присутна у немачком праву (прво компанијском, а затим и стечајном) покушао је да дâ одговоре на поменута питања, али то до сада није привукло пажњу академске, али ни професионалне јавности. Наиме, само увођење четвртог исплатног реда није било предмет већег интересовања иако се тиме омогућава ефикасније спровођење стечајног поступка у Србији. Прво, аутоматска субординација *ex ante* битно утиче на подстицаје власника и лица повезаних са стечајним дужником у погледу одобравања зајмова. Друго, субординација, у контексту заштите поверилаца, због своје релативне једноставности има низ предности у односу на алтернативна решења (пробој правне личности, примене посебних дужности према друштву, и сл.) и њиховом могућом применом. Треће, субординација донекле олакшава посао и стечајним управницима, јер у једном броју случајева није потребно побијати радње власника и повезаних лица чиме се утиче на трошкове и степен намирења поверилаца. То је посебно важно у околностима када су зајмови власника обезбеђени имовином стечајног дужника.

Економска логика приказана Гелтеровим моделом указује да сувише ригидан приступ субординацији може довести до негативних ефеката у виду легитимних покушаја. С друге стране, економска логика указује и на чињеницу да је субординација потребна, и да би без ње степен преузимања ризика од стране привредних друштава био прекомеран, те да би се велики број дужника коцкао са својом судбином. У том погледу чини се да су решења примењена у Закону о стечају Републике Србије негде на златној средини. Поред тога, чини се да је систем релативно једноставан, што може да буде значајна предност у примени.³⁶

С обзиром да је Закон тек скоро усвојен, биће потребно пажљиво пратити будућа дешавања и примену „нових-старих“ института. Да

36 Једноставност се сматра и најзначајнијим побољшањем оквира за субординацију које је Немачка спровела 2008. године.

ли ће се спречити злоупотреба зајмова власника обезбеђених имовином предузећа, и да ли је довољно било прописати рок од годину дана односно критеријум неспособности за плаћање како би се утврдило намерно оштећење поверилаца остаје да се види. Ипак, треба имати у виду да примена института зависи и од ширег окружења. Гелтеров модел указује на потребу за веродостојном претњом санкцијама за касно покретање стечаја, јер сама субординација не може да спречи један број друштвено непожељних спасавања. Чини се да је управо то проблем у Србији с обзиром на то да значајан број предузећа има дугорочне проблеме са ликвидношћу. И поред тога број стечајних поступака у Републици Србији је веома мали. С једне стране потенцијалним стечајним (необезбеђеним) повериоцима стечајни поступак је скуп, али и због ниске стопе очекиваног намирења нису заинтересовани да се покренути стечајеви коначно и отворе. Такође, потенцијални разлучни (обезбеђени) повериоци, у поређењу са другим видовима намирења, стечајни поступак перципирају релативно скупљим. Без примене неког вида санкција, резултати увођења института субординираних потраживања власника имаће веома ограничене резултате. Ипак, да би се у потпуности разумели проблеми у примени, неопходно је спровести емпиријско истраживање учесталости одобравања зајма од стране власника, њиховог третмана у стечају, као и коначних исхода.

Branko RADULOVIĆ, PhD

Assistant Professor at the Faculty of Law University of Belgrade

SUBORDINATION OF SHAREHOLDER LOANS IN BANKRUPTCY PROCEEDING – ECONOMIC LOGIC, COMPARATIVE LAW AND APPLICATION IN REPUBLIC OF SERBIA

Summary

Subordination of shareholder loans has a crucial impact on shareholders incentives to initiate rescue attempts of companies in financial difficulties. Given that subordination varies significantly among countries with some jurisdictions providing for no specific regulations on loans granted by shareholders, the natural question to ask is whether subordination is economically justifiable and if so what kind of subordination represents a socially desirable solution. To answer these questions, we present key findings of Gelter's economic model of subordination. The

second part presents a comparative overview of the legal frameworks and treatments of shareholder loans in the United States and Germany whose solution was used as a role model in a number of European countries including Serbia. In the third part, we analyze the amendments to the Bankruptcy Law, with respect to the introduction of the shareholder loans as a new payment order, as well as specific restrictions to the repayment of shareholder loans and issues related to the secured shareholder loans.

Key words: *shareholder loans, subordination, requalification, Bankruptcy Law.*