

VUK RADOVIĆ

PRUŽANJE FINANSIJSKE PODRŠKE ZA STICANJE SVOJIH AKCIJA

UVOD

U pravu privrednih društava decenijama je poznat institut pružanja finansijske podrške za sticanje svojih akcija. Uvođenje zabrane njegovog korišćenja je pravdano brojnim razlozima, jer su negativni efekti dozvoljenosti finansiranja postajali sve očigledniji. Takav stav je uzrokovao propisivanje zabrane sa širokim domenom primene, uz postojanje minimalnih izuzetaka. Vremenom se pokazalo da je ovakav pristup suviše rigidan, a potreba preispitivanja osnovnih postavki zabrane pružanja finansijske podrške je postala imperativ. Nedavno je kontinentalno evropsko pravo 'zapljusnuo talas' liberalizacije, koji 'preti' da promeni odnos država prema finansiranju sticanja svojih akcija, a vreme će pokazati da li će one ostati rezistentne na nove tendencije ili će polagano ukidati zabranu.

U pravu Srbije zabrana pružanja finansijske podrške je uvedena u okviru instituta kredit za akcije,¹ a pisana je pod očiglednim uticajem Druge direktive.²

Dr Vuk Radović, asistent Pravnog fakulteta Univerziteta u Beogradu.

¹ Vidi: Zakon o privrednim društvima (Službeni glasnik RS, br. 125 iz 2004. godine, od sada: ZOPD), čl. 190.

² Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 on co-ordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent, Official Journal L 026 od 31. 1. 1977. godine, ranije važeći član 23.

U pitanju je relativno nov institut u našem pravu, o kome sudska, zakonodavna i korporativna praksa do sada nisu imale priliku da se izjasne. Cilj ovog rada je da problematizuje opravdanost zabrane finansiranja sticanja svojih akcija, da dâ smernice u pogledu određivanja granica njene primene i predloži buduće korake za zakonodavnu aktivnost na ovom polju.

POJAM PRUŽANJA FINANSIJSKE PODRŠKE

Pružanje finansijske podrške obuhvata svaku pravnu radnju privrednog društva (pružalac podrške, davalac podrške, finansijer) učinjenu direktno ili indirektno u korist lica koje namerava da stekne ili je već steklo njegove akcije (korisnik podrške, finansirano lice, primalac), a u cilju omogućavanja ili olakšavanja sticanja akcija, odnosno smanjenja ili oslobođenja od obaveza preuzetih povodom izvršenog sticanja.

Iz navedene definicije se može izdvojiti nekoliko opštih karakteristika zabrane pružanja finansijske podrške.

1) *Minimalan i maksimalan broj učesnika – direktna i indirektna finansijska podrška.* – Svako pružanje finansijske podrške podrazumeva postojanje minimum dva lica (učesnika): pružaoca (davaoca) i korisnika (primaoca) podrške.³ Pružalac podrške je akcionarsko društvo koje finansira sticanje svojih akcija. Korisnik podrške može biti svako pravno ili fizičko lice koje je steklo ili namerava da stekne akcije finansijera. Ako u pravnom poslu pružanja finansijske podrške učestvuju samo ova dva lica, onda je reč o direktnoj (neposrednoj) finansijskoj podršci. Indirektna (posredna) finansijska podrška postoji u slučaju da se između davaoca i primaoca interpolira jedno ili veći broj lica.⁴ Najčešće će se u toj ulozi naći banke, matična i zavisna društva.⁵ U slučaju da indirektna finansijska podrška nije u zakonu izričito pomenuta, što sa izuzetkom nekih anglosaksonskih

³ Vidi: John Birds, A. J. Boyle, Eilis Ferran & Charlotte Villiers, »Boyle & Birds' Company Law«, Jordan Publishing Limited, 2000, str. 219.

⁴ Broj lica između davaoca i primaoca nije ograničen, a u praksi će retko biti veći od tri lica.

⁵ Na primer, matično društvo uzme kredit od banke, a primljeni novac da u vidu kredita svom zavisnom društvu, koje njime finansira kupovinu akcija nekog akcionarskog društva. Nakon toga, akcionarsko društvo otplati kredit matičnog društva, čime posredno pruža naknadnu finansijsku podršku zavisnom društvu. U ovom slučaju, zavisno društvo je primalac, akcionarsko društvo davalac, a banka i matično društvo su posrednici (interpolirana lica) u pravnom poslu pružanja finansijske podrške.

država predstavlja uobičajeno rešenje, treba se založiti za personalno širi domen primene zabrane.⁶

2) *Način sticanja akcija.* – Podjednak pravni efekat se ostvaruje kada akcionarsko društvo finansira kupovinu svojih akcija na sekundarnom tržištu (na primer, korisnik kupuje sopstvene akcije od društva ili od nekog trećeg lica bez upućivanja javne ponude, ili upućuje javnu ponudu za preuzimanje akcija društva), kao i kada finansira upis svojih akcija u okviru inicijalne javne ponude (na primer, društvo donese odluku o povećanju svog osnovnog kapitala emitovanjem novih akcija, a korisnik upiše jedan broj novoemitovanih akcija).⁷ Prema tome, i derivativno i originarno sticanje mogu biti finansirani od strane akcionarskog društva, što implicira da je za primenu zabrane nevažan način na koji korisnik finansijske pomoći postaje akcionar.⁸ Otuda i naziv ovog instituta uključuje apstraktan pojam sticanja akcija.

3) *Vreme pružanja finansijske podrške – prethodna i naknadna finansijska podrška.* – Prema vremenu kada su izvršene, sve zabranjene radnje pružanja finansijske podrške akcionarskog društva se mogu klasifikovati u prethodne i naknadne.⁹

a. Prethodna finansijska podrška (*ex ante* finansijska podrška) se odnosi na pravne radnje učinjene pre ili za vreme sticanja akcija.¹⁰ Akcionarsko društvo vrši radnju imajući u vidu sticanje koje predstoji ili je u toku. Efekat pružanja prethodne podrške se sastoji u omogućavanju ili olakšavanju sticanja akcija, a kao klasičan primer se može navesti davanje zajma licu, koje nema dovoljno finansijskih sredstava, u cilju da mu se omogući kupovina akcija društva.

⁶ Vidi: Holger Fleischer, »Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs und Leveraged Buyout«, Die Aktiengesellschaft, br. 11 iz 1996. godine, str. 499–500; Marcus Lutter, u: Wolfgang Zöllner, »Kölner Kommentar zum Aktiengesetz«, Carl Heymanns Verlag KG, 1988, str. 909.

⁷ Vidi: Graham Stedman, »Takeovers«, Longman, London, 1993, str. 582.

⁸ Prema nekim autorima, zabrana finansiranja se odnosi samo na derivativno sticanje akcija. Za Nemačku vidi: Jürgen Oechsler, u: Bruno Kropff & Johannes Semler, »Münchener Kommentar zum Aktiengesetz«, Band 2, Verlag C. H. Beck, München, 2003, str. 600; Ulrich Schroeder, »Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs«, Carl Heymanns Verlag KG, 1995, str. 152–154.

⁹ Podelu na prethodnu i naknadnu podršku izričito predviđaju zakonodavstva Engleske i Australije. Vidi: engleski Kompanijski zakon (Companies Act, od sada: CA) iz 1985. godine, čl. 151(1–2); australijski Zakon o akcionarskim društvima (Corporations Act, od sada: CorpA), čl. 260A(2)(a).

¹⁰ Vidi: Geoffrey Morse, Enid A. Marshall, Richard Morris & Letitia Crabb, »Charlesworth & Morse Company Law«, Sweet & Maxwell, London, 1999, str. 147; Ulrich Schroeder, nav. delo, str. 193.

b. Naknadna finansijska podrška (*ex post* finansijska podrška) obuhvata pravne radnje akcionarskog društva učinjene nakon sticanja akcija. Mogućnost da se pruži *ex post* podrška postoji samo ukoliko je sticalac akcija preuzeo neku imovinskopravnu obavezu kako bi finansirao sticanje akcija, a obavezu još uvek nije ispunio. Ako se pretpostavi da je neko lice uzelo kredit od banke radi sticanja akcija nekog društva, a isplatilo je samo polovicu rata povodom uzetog kredita, akcionarskom društvu čije su akcije stečene je zabranjeno da smanji (na primer, plati jednu ratu) ili na bilo koji način oslobodi to lice obaveze plaćanja preostalih rata (na primer, preuzme obavezu isplate preostalih rata). Za razliku od *ex ante* finansiranja, koje omogućava primaocu da stekne akcije, *ex post* finansiranje omogućava zadržavanje ranije stečenih akcija (na primer, u slučaju da je propalo ranije dogovorenog finansiranja sa trećim licem).¹¹ Ne postoji krajnji rok u kome naknadna podrška mora biti učinjena. Teorijski posmatrano, finansiranje može biti izvršeno i nekoliko godina nakon sticanja akcija. Međutim, ne treba izgubiti iz vida činjenicu da će protekom vremena biti otežano dokazivanje veze sa sticanjem akcija.¹²

U državama u kojima naknadno finansiranje nije izričito obuhvaćeno zakonskom normom, gde spada i Srbija, može se argumentisati u prilog sužavanju zabrane isključivo na *ex ante* finansijsku podršku. Međutim, u teoriji danas preovladuje stanovište po kome zabrana obuhvata i naknadnu podršku,¹³ a pravda se sledećim razlozima: prvo, suprotno rešenje bi omogućilo lako zaobilaženje ustavljene zabrane, čime bi ona izgubila svoju efikasnost;¹⁴ drugo, u tekstu direktive i nacionalnim zakonodavstvima se akcionarskom društву zabranjuje da pruža finansijsku podršku svakom licu, što uključuje i akcionara;¹⁵ treće, jedan od osnovnih razloga za uvođenje zabrane je bio da se spreči naknadno finansiranje

¹¹ Vidi: Bernd Singhof, »Zur finanziellen Unterstützung des Erwerbs einiger Aktien durch Kreditinstitute«, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, br. 16 iz 2002. godine, str. 746; Marcus Lutter & Henning W. Wahlers, »Der Buyout: Amerikanische Fälle und die Regeln des deutschen Rechts«, Die Aktiengesellschaft, br. 1 iz 1989, str. 9.

¹² Vidi: Graham Stedman, nav. delo, str. 583.

¹³ Vidi: Uwe Hüffer, »Aktiengesetz«, Verlag C. H. Beck, München, 2006, str. 364; Holger Fleischer, nav. članak, str. 501, 507; Marcus Lutter, nav. komentar, str. 909; Marcus Lutter & Henning W. Wahlers, nav. članak, str. 9; Bernd Singhof, nav. članak, str. 746.

¹⁴ Vidi: Marcus Lutter & Henning W. Wahlers, nav. članak, str. 9.

¹⁵ Izmene italijanskog zakona iz 1986. godine, kojima su iz teksta zabrane izbrisane reči treće lice, se tumače na način da ona obuhvata i akcionare, što znači i naknadno finansiranje. Vidi: Holger Fleischer, nav. članak, str. 500.

javne ponude za preuzimanje;¹⁶ i četvrto, smisao postojanja zabrane opravdava zauzimanje šireg stanovišta.¹⁷

4) *Svrha pružanja finansijske podrške.* – Finansijska podrška je zabranjena samo ako je data u cilju sticanja ili zadržavanja već stečenih akcija davaoca podrške. Sa britanskog ostrva stižu predlozi po kojima treba primeniti subjektivan test u smislu obaveznog utvrđivanja namere pružaoca podrške.¹⁸ Smisao zabrane ne odgovara ovakvom tumačenju, jer je zabranjeno finansiranje kao takvo, pri čemu su subjektivni momenti od značaja prevashodno za utvrđivanje odgovornosti lica koja su prekršila zabranu.¹⁹

5) *Određenost korisnika podrške.* – Finansijska podrška se mora pružati određenom, unapred poznatom licu. Pravnu radnju izvršenu od strane akcionarskog društva, koju kasnije iskoristi neko lice za sticanje akcija društva, ne treba podvoditi pod zabranu. Tako, na primer, akcionarsko društvo, koje sebe želi da učini atraktivnim na tržištu korporativne kontrole, može da angažuje renomiranu revizorsku kuću da izvrši analizu finansijskih pokazatelja poslovanja čitavog društva, koje kasnije iskoristi potencijalni preuzimalac i preuzeće društvo.

6) *Terminologija.* – Za označavanje predmeta ovog rada biće korišćen termin – pružanje finansijske podrške za sticanje svojih akcija (eng. *financial assistance, assistance by a company in the purchase of its own shares*, nem. *Finanzierung des Erwerbs von Aktien der Gesellschaft*, ita. *assistenza finanziaria*). On je najprecizniji, jer na opisan način ukazuje na sve značajne aspekte ovog instituta. Pored njega, u nacionalnim zakonodavstvima su u upotrebi i drugi termini za označavanje zabrane finansiranja, kojima se naglašava ili najznačajniji vid ispoljavanja ove zabrane (kredit za akcije), ili njena pravna posledica (ništavi pravni poslovi), ili ekonomski posledica (fiktivni pravni poslovi, zaobilazni pravni poslovi, nem. *Umgehungsgeschäfte*).

¹⁶ Lice zainteresovano za preuzimanje nekog društva uobičajeno ne može imovinom tog društva *ex ante* da finansira svoju javnu ponudu, jer ga u tom momentu ne kontroliše. Zbog toga će potencijalni preuzimalac pokušati privremeno da obezbedi finansiranje ponude, kako bi kasnije iskoristio imovinu društva za finansiranje sticanja njegovih akcija. Više vidi: Jürgen Oechsler, nav. komentar, str. 605.

¹⁷ Vidi: Uwe Hüffer, nav. delo, str. 364; Holger Fleischer, nav. članak, str. 501.

¹⁸ Vidi: Eilís Ferran, »Corporate Transactions and Financial Assistance: Shifting Policy Perceptions but Static Law«, Cambridge Law Journal, br. 63(1) iz 2004. godine, str. 242.

¹⁹ Objektiviziran pojam zabrane više odgovara jezičkom tumačenju srpskog rešenja i originalnog rešenja Druge direktive.

UPOREDNI PREGLED

Najveći broj država zabranjuje pružanje finansijske podrške. Izvorno ovo pravilo je nastalo i razvilo se u Velikoj Britaniji.²⁰ Preko Druge direktive ono je postalo opšteprihvaćeno u evropskim državama. I pored ostvarenog značajnog stepena unifikacije u pogledu ove zabrane, postoje i odredene razlike u uporednim rešenjima, koje se dominantno ogledaju u subjektima zabrane. U tom pogledu sve države se mogu podcliti u dve grupe.

1) U pravu grupu se svrstavaju one države koje domen primene zabrane pružanja finansijske podrške vezuju isključivo za akcionarska društva. Tu spadaju: Nemačka, Austrija, Francuska, Hrvatska, Slovenija i Makedonija.

2) Drugu grupu čine sve one države koje zabranu protežu na sva društva kapitala. U tom pogledu se mogu razlikovati države koje propisuju isti pravni režim za akcionarska društva i društva sa ograničenom odgovornošću (na primer, Danska, Švedska, Finska, Italija, Češka, Srbija) od onih koje predviđaju liberalnija pravila za društva sa ograničenom odgovornošću (na primer, Velika Britanija²¹ i Crna Gora²²).

Pružanje finansijske podrške nije zabranjeno u SAD, Kanadi i Švajcarskoj.

U ČEMU SE SASTOJI PRUŽANJE FINANSIJSKE PODRŠKE?

Uporedna zakonodavstva najčešće definišu precizno u čemu se sastoji zabrana pružanja finansijske pomoći.²³ Ovakav metod pruža pravnu izvesnost, ali ne uspeva da pokrije sve vidove pružanja finansijske podrške, tako da su velike mo-

²⁰ Pod uticajem izveštaja Grinove komisije (eng. *Greene Committee*) iz 1926. godine zabrana je postala sastavni deo Kompanijskog zakona iz 1929. godine. Vidi: Vidi: Paul L. Davies, »Gower's Principles of Modern Company Law«, Sweet & Maxwell, London, 1997, str. 263, fnsnota 12.

²¹ U Velikoj Britaniji se liberalnija pravila vezuju za sva zatvorena društva.

²² U Crnoj Gori je dozvoljeno pružanje finansijske podrške društvima sa ograničenom odgovornošću pod uslovom da svi članovi društva jednoglasno donesu tu odluku. Vidi: crnogorski Zakon o privrednim društvima (Službeni list RCG, br. 6 iz 2002. godine, od sada: ZPD), čl. 76(2).

²³ Vidi: Druga direktiva EU, ranije važeći član 23(1); nemački Zakon o akcijama (*Aktiengesetz*, od sada: AktG) iz 1965. godine, čl. 71a(1); austrijski Zakon o akcijama (*Aktiengesetz*, od sada: AG) iz 2004. godine, čl. 66a; francuski Zakon o trgovackim društvima (od sada: CC) iz 1978. godine, čl. L 225–216; hrvatski Zakon o trgovackim društvima (od sada: ZTD) iz 1993. godine (sa izmenama iz 2003. godine), čl. 234(1).

gućnosti zaobilazeња ustanovljenih pravila.²⁴ Dosledno sprovođenje ovog instituta se na najbolji način može sprovesti sledećom zakonodavnom tehnikom: exempli causa se nabroje samo neki konkretni (očigledni) slučajevi pružanja finansijske podrške (tzv. tipični slučajevi), pri čemu se zadržava i formulacija po kojoj se zabrana odnosi i na svaku drugu finansijsku podršku za sticanje svojih akcija (tzv. rezidualni slučajevi).²⁵ Retka su zakonodavstva koja sadrže samo apstraktnu formulaciju zabrane pružanja finansijske podrške.²⁶

Tipični slučajevi pružanja finansijske podrške

U tipične slučajeve pružanja finansijske podrške spadaju: davanje poklona, prodaja ispod ili kupovina iznad tržišne vrednosti, pružanje obezbedenja, davanje kredita (zajma) i plaćanje avansa (predujma).²⁷

a. *Poklon.* – Davanje poklona od strane društva je najočitiji vid pružanja finansijske podrške. Primera radi, akcionarsko društvo pokloni nekom licu zainteresovanom za kupovinu njegovih akcija 1.000.000 dinara, a to lice iskoristi primljena sredstva za kupovinu akcija tog društva. Retka su zakonodavstva koja izričito nabrajaju poklon među tipične slučajeve pružanja finansijske podrške.²⁸ Razloge za ovakvu zakonodavnu praksu treba tražiti u činjenici da Druga direktiva ne pominje poklon, kao i u okolnosti da je davanje poklona od strane akcionarskog društva odlukom skupštine akcionara izrazito retko u praksi, a u slučaju da je uprava donela tu odluku njeni članovi bi se izložili riziku lične odgovornosti zbog nepostupanja u interesu društva. Bez obzira da li je pomenut ili nije, poklon ne može biti izuzet u slučaju postojanja zabrane.

b. *Prodaja ispod ili kupovina iznad tržišne vrednosti.* – Društvo može odlučiti da proda neku svoju stvar (robu) drugom licu po ceni ispod tržišne ili da kupi stvar od tog lica po ceni iznad tržišne, sa idejom da druga ugovorna strana razliku između tržišne i prodajne cene iskoristi za finansiranje sticanja akcija ak-

²⁴ Zbog toga su prisutna opravdana zalaganja u tim državama (posebno u Nemačkoj) da se nabrojni slučajevi ne posmatraju kao »zatvoreni katalog», već samo kao primeri zabranjenih radnji. Vidi: Jürgen Oechsler, nav. komentar, str. 601.

²⁵ Vidi: engleski CA, čl. 152(1)(a); španski *Ley de Sociedades Anónimas* (od sada: LSA), čl. 81; ZOPD, čl. 190.

²⁶ Tako postupa srpski ZOPD, ali samo u odnosu na društva sa ograničenom odgovornošću (čl. 123(1)).

²⁷ O drugim slučajevima pružanja finansijske podrške vidi: Jürgen Oechsler, nav. komentar, str. 601–604.

²⁸ Izuzetak u tom pogledu predstavlja englesko pravo. Vidi: engleski CA, čl. 152(1)(a).

cionarskog društva. Razlika u ceni predstavlja dobročino davanje, na koje treba primeniti ista pravila kao i za poklon, i to samo do vrednosti razlike u ceni.²⁹ Primer iz engleske sudske prakse u slučaju Belmont na najbolji način ilustruje ovaj način pružanja finansijske podrške.³⁰ U ovom slučaju, društvo *Belmont Finance Corporation* je kupilo sve izdate akcije društva *Maximum Finance Ltd* od njihovih imalaca (fizičkog lica Grosscurth-a i sa njim povezanih lica) za 500.000 funti. Akcije su u vreme prodaje vredele oko 60.000 funti. Grosscurth i sa njim povezana lica su iskoristili dobijeni novac za kupovinu svih akcija društva *Belmont* od njegovog matičnog društva (direktori Belmont-a su u isto vreme bili direktori i matičnog društva). Sud je navedeni pravni posao proglašio suprotnim odredbama o zabrani pružanja finansijske podrške, jer je jedina svrha kupovine društva *Maximum Finance Ltd* bila da se Grosscurth-u obezbede sredstva za finansiranje kupovine akcija Belmont-a, a to je bilo poznato svim učestvujućim licima.³¹

v. *Obezbedenje*. – Akcionarskom društvu je zabranjeno da daje obezbeđenje za sticanje svojih akcija. U obzir dolaze sva stvarnopravna sredstva obezbedenja (na primer, hipoteka, ručna zaloga i registrovana zaloga), dok su od ličnopravnih sredstava obezbedenja najčešće jemstvo i akceptiranje menice.³² Praktično posmatrano, akcionarsko društvo osigurava ispunjenje obaveze jednog lica prema njegovom poveriocu, ako je ta obaveza nastala u vezi sa pravnim poslom sticanja njegovih akcija. Ako jedno lice stekne akcije u društvu i preuzme odgovornost prema nekom trećem licu u vezi sa finansiranjem sticanja, društvo čije se akcije stiču ne može da pruža finansijsku podršku u cilju smanjivanja te odgovornosti. Primera radi, društvo A je uzelo kredit od banke radi sticanja akcija u društvu B, pri čemu se društvo B u pismenoj formi obavezalo da će ispuniti obavezu prema banci u slučaju da to o dospelosti ne učini društvo A.³³ Davanje

²⁹ Vidi: Graham Stedman, nav. delo, str. 585.

³⁰ Vidi: *Belmont Finance Corporation v Williamis Furniture Ltd (No. 2)*, 1 All ER 383 iz 1980. godine.

³¹ Navedeno prema: Stephen W. Mayson, Derek French & Christopher L. Ryan, »Company Law«, Oxford University Press, 23rd edition, 2006, str. 362.

³² O zabranjenosti svih stvarnopravnih i ličnopravnih sredstava obezbedenja vidi: Bernd Singhof, nav. članak, str. 746.

³³ U slučaju *Heald v O'Connor* (1 WLR 497 iz 1971. godine), *Douglas i Margaret Heald* su prodali *O'Connor*-u sve akcije u društvu *D.E. Heald Ltd* za 35.000 funti, pri čemu je 10.000 funti plaćeno odmah, a preostalih 25.000 funti je dužan da plati u određenom roku (prodaja na kredit). Društvo *D.E. Heald Ltd* je prodavcima svoju celokupnu imovinu dalo kao obezbedenje (*floating charge*) za slučaj da *O'Connor* ne isplati svoju preostalu novčanu obavezu. Navedeno prema: Stephen W. Mayson, Derek French & Christopher L. Ryan, nav. delo, str. 362.

obezbedenja za sticanje svojih akcija se uvek vezuje za indirektno pružanje finansijske podrške.

g. *Kredit i zajam*. – Akcionarskom društvu nije dozvoljeno da daje kredit za sticanje svojih akcija.³⁴ Kredit može biti dat bilo licu koje namerava da sa primljenim novcem direktno kupi akcije davaoca kredita, ili nekom trećem licu, koji će tim sredstvima finansirati sticanje akcija davaoca kredita od strane nekog drugog lica. U kontekstu pružanja finansijske podrške kredit treba posmatrati u širem smislu, i potencijalno ga vezati za brojne druge kreditne aranžmane (na primer, ugovor o prodaji na kredit). Otuda pojam kredita može da obuhvati i drugi ugovor kojim obaveza akcionarskog društva da izvrši svoju ugovornu prestaciju dospeva pre obaveze druge ugovorne strane.³⁵ U tom kontekstu bi i plaćanje ranije preuzete obaveze pre dospelosti uz ispunjenje svih ostalih uslova predstavljalo nedozvoljenu finansijsku pomoć.³⁶ Takođe, može se desiti da akcionarsko društvo pruži finansijsku podršku na sličan način korišćenjem raznih obligacionopravnih instituta, poput novacije,³⁷ ustupanja potraživanja³⁸ ili ustupanja ugovora.³⁹

d. *Plaćanje avansa (predujma)*. – Akcionarsko društvo može finansirati sticanje svojih akcija i tako što zaključi dvostranoobavezan ugovor sa trećim licem, kojim se obaveže da mu unapred plati jedan deo svoje novčane obaveze. Ako je namera ugovornih strana bila da se dobijena sredstva iskoriste za kupovinu akcija društva koje je dalo avans, reč je o nedozvoljenoj finansijskoj podršci.⁴⁰

³⁴ Ista pravila se primenjuju i na zajam.

³⁵ Primer: akcionarsko društvo, koje se bavi prodajom dijamanata, proda kupcu dijamante za 1.000.000 dinara, pri čemu isplata prodajne cene dospeva za godinu dana, sa namerom da kupac proda dijamante uz odgovarajuću zaradu ili ih iskoristi kao sredstvo obezbedenja za uzimanje kredita od banke, a sve sa idejom da primljena sredstva posluže za sticanje akcija prodavca dijamanta. Vidi: Paul L. Davies, nav. delo, str. 265, fnsnota 24.

³⁶ Plaćanje o dospelosti ranije preuzete novčane obaveze ne može biti obuhvaćeno zabranom, pa čak i ukoliko je učinjeno sa ciljem finansiranja sticanja svojih akcija. Vidi: Paul L. Davies, nav. delo, str. 266. U nemackom pravu se zabranjenim finansiranjem smatra i ulog akcionarskog društva u tajno društvo, u svojstvu tajnog ortaka. Vidi: Marcus Lutter, nav. komentar, str. 909.

³⁷ Primer: akcionarsko društvo u sporazumu sa drugom ugovornom stranom izvrši novaciju, tako što ugasi svoj raniji obligacioni odnos i zameni ga novim. U takvoj situaciji samo novi obligacioni odnos predstavlja zabranjenu finansijsku podršku.

³⁸ Primer: banka je dala kredit licu A za sticanje akcija u akcionarskom društvu B. Nakon toga banka u svojstvu cedenta ustupa društvu B svoje potraživanje prema licu A. Vidi: Graham Stedman, nav. delo, str. 585.

³⁹ Isti slučaj kao i u prethodnoj fnsnoti, s tom razlikom što se banka javlja u ulozi ustupionca, a akcionarsko društvo u ulozi primaoca.

⁴⁰ Ranije važeći srpski Zakon o preduzećima (Službeni list SRJ, br. 29/96, 33/96, 29/97, 59/98, 74/99, 9/2001, 36/2002) je pravni posao čiji je predmet davanje avansa izričito pominjaо kao jedan od tipičnih slučajeva pružanja nedozvoljene finansijske podrške (čl. 244(1)).

Rezidualni slučajevi pružanja finansijske podrške

U ostale slučajeve spadaju svi modaliteti pružanja finansijske podrške koji nisu obuhvaćeni poimence nabrojanim zabranjenim radnjama, a koji ispunjavaju sve opšte karakteristike vezane za ovaj pravni institut.

U engleskom pravu rezidualni slučajevi se odnose na zabranu akcionarskom društvu da pruža svaku drugu finansijsku podršku, ako se radnjom u značajnoj meri smanjuje njena neto imovina ili društvo nema neto imovine.⁴¹ Na navedeni način je englesko pravo suzilo domen primene zabrane van izričito pomenutih radnji. Pod uslovom da društvo ima neto imovinu, osnovno pitanje se svodi na tumačenje standarda značajne imovine, kao odnosa između vrednosti izvršene pravne radnje i vrednosti neto imovine društva.⁴²

IZUZECI

Širina zabrane pružanja finansijske podrške preti da onemogući vršenje nekih uobičajenih korporativnih radnji.⁴³ Zbog toga najveći broj zakonodavstava propisuje izuzetke od uvedene zabrane. Pod uticajem ranijeg rešenja Druge direktive najveći broj država kontinentalne Evrope poznaće samo dva izuzetka (tekući poslovi finansijskih organizacija i radničko akcionarstvo).⁴⁴ Suprotno, najrazgranatiji sistem izuzetaka od zabrane pružanja finansijske podrške poznaće Engleska i Australija. U slučaju da se država opredeli za postojanje zabrane, detaljna regulativa izuzetaka je sa aspekta pravne sigurnosti i zaštite interesa poverilaca poželjnije rešenje.

Kao najčešći izuzeci od zabrane pružanja finansijske podrške se ističu: isplata dividendi, pokretanje postupka likvidacije, smanjenje osnovnog kapitala, sticanje sopstvenih akcija, statusne promene spajanja, tekući poslovi finansijskih organizacija, radničko akcionarstvo i finansiranje od strane zavisnog ili matičnog društva. Većini pomenutih izuzetaka u najvećem broju država, uključujući i Srbiju,

⁴¹ Vidi: engleski CA, čl. 152(1)(a)(iv).

⁴² Finansijska podrška u iznosu od 500.000 dinara je značajna u slučaju da društvo ima neto imovinu vrednu 1.000.000 dinara, a beznačajna ako društvo ima neto imovinu vrednu 100.000.000 dinara. Vidi: Paul L. Davies, nav. delo, str. 266.

⁴³ Oprezni finansijski savetnici su navikli da potencijalna kršenja zabrane finansiranja vide u svakoj emisiji ili sticanju akcija. Vidi: Eilís Ferran, »Corporate Transactions and Financial Assistance: Shifting Policy Perceptions but Static Law«, str. 226.

⁴⁴ U ovu grupu spadaju Nemačka, Španija, Francuska, Belgija, Luksemburg, Danska, Hrvatska, Makedonija i Srbija.

ju, nedostaje sudska ili zakonodavna verifikaciju, što domen primene zabrane pružanja finansijske podrške čini nepreciznim.⁴⁵

*Isplata dividendi, pokretanje postupka likvidacije,
smanjenje osnovnog kapitala ili sticanje
sopstvenih akcija ciljnog društva*

Isplata dividendi se tradicionalno koristi kao način naknadnog finansiranja preuzimanja ciljnog društva. Osnovni preduslovi za korišćenje ove strategije preuzimalaca su da ciljno društvo raspolaže sredstvima koja se mogu koristiti za isplatu dividendi i da ciljno društvo za vreme trajanja postupka preuzimanja nije ta sredstva utrošilo u svrhu odbrane društva od neprijateljskog preuzimanja. Ako su oba uslova ispunjena, preuzimalac bi nakon uspešno okončanog postupka preuzimanja ciljnog društva inicirao donošenje odluke o raspodeli dividendi. Primljena sredstva preuzimalac koristi kako bi vratio kredit banci, kojim je finansirao javnu ponudu za preuzimanje. Isplata dividendi se po svojim karakteristikama svrstava u naknadne slučajevе pružanja finansijske podrške. Međutim, nekoliko specifičnosti ovog instituta navode na zaključak da dividende treba tretirati izuzetkom od zabrane.

(1) Isplata dividendi se ne može poistovetiti sa tipičnim zakonskim slučajevima pružanja finansijske podrške (davanje kredita, avansa ili obezbeđenja),⁴⁶ jer je za razliku od njih isplata dividende konačna, i društvo tom radnjom nepovratno gubi sredstva.⁴⁷

(2) Kada se doneše odluka o raspodeli dividendi, pravo na isplatu imaju sva lica koja su bila akcionari društva na dan dividende. Preuzimalac je samo jedan akcionar, koji će u najvećem broju slučajeva dobiti većinski deo raspodeljenih sredstava. Odluka o odobrenju plaćanja dividendi predstavlja osnov za svakog akcionara da potražuje od društva iznos pripadajuće dividende. Otuda i nije lo-

⁴⁵ Zbog toga neki autori ističu da je rizično korišćenje mnogih pravnih poslova verovatno dozvoljenih finansiranja sticanja svojih akcija. Vidi: Mathias Habersack, »Die finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs – Überlegungen zu Zweck und Anwendungsbereich des § 71a Abs. 1 Satz 1 AktG«, u: Georg Czelius, Heribert Hirte & Klaus Veiweg, »Festschrift für Volker Röhricht zum 65. Geburtstag«, Verlag Dr. Otto Schmidt KG, Köln, 2005, str. 156.

⁴⁶ Ovom prilikom se zanemaruju davanje poklona i prodaja ispod ili kupovina iznad tržišne vrednosti, jer oni retko svoje mesto nalaze u zakonskom tekstu.

⁴⁷ Vidi: Eddy Wymeersch, »Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company«, u: Jürgen Basedow, Klaus J. Hopt & Hein Kötz (Hrsg.), »Festschrift für Ulrich Drobnig, zum siebzigsten Geburtstag«, Tübingen: Mohr Siebeck, 1998, str. 737.

gično da se ona posmatra kao način pružanja finansijske podrške jednom akcionaru, kada je to kolektivna odluka, od koje korist ima veći broj lica.

(3) Pravo društva da donosi odluku o raspodeli dividendi je kompanijskim zakonima detaljno regulisano. Rizici od korišćenja isplate dividende u cilju pružanja finansijske podrške su eliminisani strogim pravilima o raspodeli slobodnih sredstava društva.⁴⁸ Da se isplata dividende ne bi smatrala nedozvoljenim pružanjem finansijske podrške za sticanje svojih akcija, dovoljno je samo da je ona učinjena u skladu sa zakonom.⁴⁹

Retka su zakonodavstva koja izričito izuzimaju isplatu dividendi od zbraane pružanja finansijske podrške.⁵⁰ Međutim, to ne znači da države koje ne postupaju na navedeni način nemaju ili ne bi trebalo da imaju isti stav prema isplati dividendi.

Shodno isplati dividendi ista pravna logika se može primeniti i na pokretanje postupka likvidacije ciljnog društva,⁵¹ smanjenje osnovnog kapitala⁵² i sticanje sopstvenih akcija.⁵³ Sve su to primeri dozvoljenog pružanja naknadne finansijske podrške.

Statusne promene spajanja

Korišćenje statusnih promena kao načina pružanja finansijske podrške u praksi najčešće funkcioniše na sledeći način: društvo A uzima kredit od banke i ta sredstva pozajmljuje svom potpuno zavisnom društvu B (tzv. društvo za posebne namene). Društvo B upućuje javnu ponudu za preuzimanje akcija društva C (ciljno društvo). Nakon uspešno okončanog postupka preuzimanja, sprovodi se

⁴⁸ Vidi: John H. Farrar, Nigel E. Furey, Brenda M. Hannigan & Philip Wylie, »Farrar's Company Law«, Butterworths, 1991, str. 195; Jürgen Oechsler, nav. komentar, str. 602.

⁴⁹ Vidi: Soren Friis Hansen & Karsten Engsig Sorensen, »Reforming the Financial Assistance Provision in the Second Company Law Directive: A Danish Perspective«, European Business Law Review, Vol. 14, Issue 1, 2003, str. 16.

⁵⁰ Engleska i Irska su u tom pogledu izuzeci, jer je u njima prenos imovine društva u vidu dozvoljenih dividendi zakonski izuzetak. Vidi: engleski CA, čl. 153(3)(a); irski Kompanijski zakon (*Companies Act*, od sada: ComA) iz 1963. godine, čl. 60(12). Na suprotnoj poziciji se nalazi australijsko pravo, koje izričito propisuje da finansijska podrška može biti data u formi isplate dividendi. Vidi: australijski CorpA, čl. 260A(2)(b).

⁵¹ Po preuzimanju kontrole, preuzimalac pokreće postupak likvidacije ciljnog društva i dobijenim sredstvima delimično ili u potpunosti finansira sticanje akcija ciljnog društva. Ova strategija preuzimaoca će biti opravdana posebno u onim situacijama kada su akcije ciljnog društva na tržištu potcenjene, a imovina društva velika.

⁵² Vidi: engleski CA, čl. 153(3)(c); australijski CorpA, čl. 260C(5)(a).

⁵³ Vidi: engleski CA, čl. 153(3)(d); australijski CorpA, čl. 260C(5)(b).

statusna promena spajanja uz pripajanje između ciljnog društva i društva za posebne namene (društvo B se pripaja društvu C). Budući da je jedna od zakonskih posledica spajanja uz pripajanje da sve obaveze društva koje je prestalo da postoji (društvo B) prelaze na društvo sticaoca (društvo C), sledi da će društvo C biti u obavezi da vrati dug društva B društvu A po osnovu uzetog kredita. Primljenim sredstvima će društvo A izmiriti svoje obaveze prema banci. Kao epilog čitave transakcije ciljno društvo je svojom imovinom finansiralo sopstveno preuzimanje od strane društva A.⁵⁴

Efekti statusne promene spajanja su suprotni cilju koji se želi postići zabranom pružanja finansijske podrške za sticanje svojih akcija.⁵⁵ Međutim, najmanje četiri razloga navode na zaključak da spajanje treba tretirati izuzetkom od zabrane.

(1) Osnovna ideja zabrane pružanja finansijske podrške se sastoji u zaštiti interesa poverilaca. Zakonska pravila o uslovima i načinu sprovodenja postupka spajanja privrednih društava takođe u svom fokusu imaju zaštitu poverilaca.⁵⁶ Ima li potrebe zabranjivati spajanje pod velom zaštite poverilaca, kada sam taj postupak to čini u dovoljnoj meri?

(2) Zaštita interesa akcionara ciljnog društva je supsidijaran cilj koji se želi postići zabranom pružanja finansijske podrške. Kako je donošenje odluke o spajanju u nadležnosti skupštine akcionara, potreba za daljom zaštitom akcionara ne postoji.⁵⁷

(3) Zaobilazan način finansiranja sopstvenog preuzimanja je posledica mehaničkih efekata spajanja, kojim pripojeno društvo dobija sredstva da vrati kredit.⁵⁸ Korišćenje spajanja ne predstavlja prevarnu tehniku, već inteligentnu upotrebu pravnih instrumenata.⁵⁹

⁵⁴ U praksi su moguće brojne varijacije korišćenja statusne promene spajanja: prvo, nije neophodno da matično društvo uzima kredit od banke, već ono može finansirati preuzimanje i iz svojih internih sredstava; drugo, umesto spajanja uz pripajanje može se koristiti i spajanje uz osnivanje; treće, učestvujuća društva su često jednočlana društva sa ograničenom odgovornošću; i četvrto, moguće je da matično društvo ne osniva društvo za posebne namene, već da se ciljno društvo direktno pripaja matičnom društvu.

⁵⁵ U Italiji i Francuskoj postoje shvatanja po kojima statusne promene spajanja treba podvesti pod zabranu pružanja finansijske podrške, premda to ni u tim državama nije dominantno stanovište. Vidi: Holger Fleischer, nav. članak, str. 502–503.

⁵⁶ Vidi: Soren Friis Hansen & Karsten Engsig Sorensen, nav. članak, str. 16.

⁵⁷ Prava manjinskih akcionara, naročito onih koji su nesaglasni sa odlukom o spajanju, posebno su zaštićena.

⁵⁸ Vidi: Eddy Wymeersch, »Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company«, str. 738.

⁵⁹ Kako bi se odagnale sve sumnje, neki autori predlažu da prođe određeni period između dve etape ove transakcije. Navedeno prema: Idem., str. 739.

(4) Prihvatanjem mogućnosti da se spajanja tretiraju kao slučaj zabranjenog finansiranja sticanja svojih akcija, praksa bi se našla u izrazito teškoj situaciji, jer bi morala da pravi razliku između dopuštenih i nedopuštenih spajanja nakon preuzimanja.⁶⁰

Tekući poslovi finansijskih organizacija⁶¹

Kao jedan od najznačajnijih izuzetaka od zabrane pružanja finansijske podrške se izdvajaju pravni poslovi banaka i drugih finansijskih organizacija izvršenih u okviru njihovog tekućeg poslovanja.⁶² Finansijske organizacije mogu vršiti ova raspolaganja samo u skladu sa ograničenjima plaćanja. Prema ovom pravilu, baci je dozvoljeno da u okviru svog tekućeg poslovanja daje kredite trećem licu, koje bi primljena sredstva iskoristilo za kupovinu akcija te banke.⁶³ Banke mogu da koriste ovaj izuzetak, ali samo ukoliko su krediti dati pod uobičajenim uslovima.⁶⁴

Zakon o privrednim društvima na sličan način propisuje ovaj izuzetak.⁶⁵ Međutim, Zakon o bankama je sve pravne poslove pružanja finansijske podrške banke radi direktnog ili indirektnog sticanja akcija te banke proglašio nedozvoljenim.⁶⁶ Na taj način je ograničen domen primene ovog izuzetka.⁶⁷

⁶⁰ Vidi: Soren Friis Hansen & Karsten Engsig Sorensen, nav. članak, str. 17.

⁶¹ Više o ovom izuzetku vidi: Bernd Singhof, nav. članak, str. 746–751; Ulrich Schroeder, nav. delo, str. 208–210, 215–218.

⁶² Vidi: ranije važeće rešenje Druge direktive EU, čl. 23(2); nemački AktG, čl. 71a(1); austrijski AG, čl. 66a; francuski CC, čl. L 225–216(2); danski Zakon o akcionarskim društvima (*Bekendtgørelse af lov om aktieselskaber*, od sada: BA) iz 1973. godine (sa izmenama iz 1996. godine), čl. 115a(4); hrvatski ZTD, čl. 234(1); slovenački Zakon o gospodarskih družbah (od sada: ZGD) iz 1993. godine (sa izmenama iz 2001. godine), čl. 241(2); makedonski Zakon za trgovskite društva (Službeni vesnik na RM, br. 28 iz 2004. godine, od sada: ZZTD), čl. 340(1). Najprecizniju jezičku konstrukciju ovog izuzetka imaju englesko, irska i australijsko pravo, jer se za njegovu primenu zahtevaju dva uslova: 1) da finansiranje spada u redovno poslovanje društva; i 2) da je pružena finansijska podrška data na uobičajen način i pod uobičajenim trgovackim uslovima. Vidi: engleski CA, čl. 153(4)(a); irski ComA, čl. 60(13)(a); australijski CorpA, čl. 260C(2).

⁶³ Vidi: Douglas Smith, »Company Law«, Butterworth Heinemann, 2003, str. 113.

⁶⁴ Malo je verovatno da se kredit dat od strane banke sa naimerom da se koristi za sticanje njenih akcija smatra uobičajenim kreditom. Vidi: Geoffrey Morse, Enid A. Marshall, Richard Morris & Letitia Crabb, nav. delo, str. 153.

⁶⁵ Vidi: ZOPD, čl. 190(2), 123(2).

⁶⁶ Vidi: Zakon o bankama (Službeni glasnik RS, br. 107/2005), čl. 27.

⁶⁷ Slična situacija je i u Crnoj Gori i Hrvatskoj. Vidi: crnogorski Zakon o bankama (Službeni list RCG, br. 36/2006), čl. 39a; Jakša Barbić, »Pravo društava – društva kapitala«, Organizator, Zagreb, 2000, str. 331.

Radničko akcionarstvo

Radničko akcionarstvo je uobičajen zakonom propisan izuzetak od zabrane pružanja finansijske podrške. On se u uporednom pravu manifestuje na dva načina: kroz finansiranje plana radničkog akcionarstva i kroz direktno finansiranje zaposlenih u cilju sticanja akcija društva.

a) *Finansiranje plana radničkog akcionarstva.* – U zemaljama anglosaksonske pravne tradicije je zbog ukidanja pravnih i fiskalnih organičenja porasla popularnost usvajanja planova radničkog akcionarstva (eng. *Employee Stock Ownership Plans – ESOP*). Zakonodavstva izričito dozvoljavaju pružanje finansijske podrške usvojenim planovima radničkog akcionarstva.⁶⁸ Tako bi društvo, primera radi, moglo da dâ jemstvo baci za kredit kojim se plan finansira.⁶⁹ Planovi radničkog akcionarstva imaju poseban značaj u kontekstu neprijateljskog preuzimanja, jer veći procenat akcija u njihovom posedu otežava ili onemoćućava preuzimanje ciljnog društva.⁷⁰

b) *Pružanje direktnе finansijske podrške zaposlenima.* – Društвima je dozvoljeno da pružaju finansijsku podršku za sticanje akcija od strane zaposlenih u društву ili u povezanim društвима u skladu sa ograničenjima plaćanja.⁷¹ Kompanijsko pravo na ovaj način želi dodatno da podstakne kupovinu akcija društva od strane zaposlenih u društву,⁷² čime se omogućuje ostvarivanje dubljih poslovnih interesa jačeg vezivanja zaposlenih za društvo u kome rade.⁷³ Pružanje finansijske podrške zaposlenima je uporednopravno na različite načine ograničeno: prvo, podrška se može dati samo za kupovinu potpuno uplaćenih akcija; drugo, pojam zaposlenih ne obuhvata članove uprave;⁷⁴ i treće, finansijska podrška se može da-

⁶⁸ Englesko pravo zahteva da je podrška data u dobroj veri i u interesu društva, dok australijsko pravo traži samo da je plan usvojen od strane skupštine akcionara. Vidi: engleski CA, čl. 153(4)(b); australijski CorpA, čl. 260C(2).

⁶⁹ Vidi: Geoffrey Morse, Enid A. Marshall, Richard Morris & Letitia Crabb, nav. delo, str. 153.

⁷⁰ Više o planovima radničkog akcionarstva kao meri odbrane od neprijateljskog preuzimanja vidi: Arthur Fleischer, Jr. & Alexander R. Sussman, »Takeover Defense«, Aspen Law & Business, 2000., 7.53–7.75; Graham Stedman, nav. delo, str. 418–419.

⁷¹ Vidi: ranije važeće rešenje Druge direktive EU, čl. 23(2); nemački AktG, čl. 71a(1); engleski CA, čl. 153(4)(c); irski ComA, čl. 60(13)(b); francuski CC, čl. L 225–216(2); danski BA, čl. 115a(2); hrvatski ZTD, čl. 234(1); slovenački ZGD, čl. 241(2); crnogorski ZPD, čl. 60(9); ZOPD, čl. 190(2,3), 123(2,3).

⁷² Vidi: Mirko Vasiljević, »Komentar Zakona o privrednim društвима«, Službeni glasnik, Beograd, 2006, str. 361.

⁷³ Vidi: Jakša Barbić, »Pravo društava – društva kapitala«, str. 331.

⁷⁴ Ova dva dodatna uslova poznaju englesko i irsko pravo. Vidi: engleski CA, čl. 153(4)(c); irski ComA, čl. 60(13)(c).

ti samo u slučaju sprovodenja povlašćene prodaje akcija zaposlenima u društvu.⁷⁵ Poput planova radničkog akcionarstva, i pružanjem direktne podrške zaposlenima se mogu ostvarivati negativni efekti na preuzimanje društva.⁷⁶

Finansiranje sticanja akcija zavisnog ili matičnog društva

Finansijsku podršku može dati ne samo društvo čije se akcije stiču, već i njegovo zavisno ili matično društvo. Druga direktiva i zakonodavna rešenja pisana pod njenim uticajem nisu proširila domen primene zabrane i na finansiranja od strane matičnog ili zavisnog društva.⁷⁷

Mnoge države su ipak otišle jedan korak dalje od direktive, predvidevši da se zabrana odnosi i na finansiranje sticanja akcija matičnog društva.⁷⁸ U tim sistemima subjekti zabrane su, pored društva čije se akcije stiču, i njihova zavisna društva. Činjenica da je zavisno društvo pružilo finansijsku podršku za sticanje akcija matičnog društva ne znači da je podrška pružena od strane matičnog društva, iako bi bilo celishodno u određenim slučajevima uvesti i takvu pretpostavku (na primer, matično društvo prenese imovinu na zavisno društvo, koje je iskoristi za finansiranje sticanja akcija matičnog društva).⁷⁹ Ovo proširenje zabrane je u potpunosti opravdano, jer postoji osnovan strah da bi društva mogla zaoobići zabranu pružanja finansijske podrške ako bi umesto pružanja podrške svojim akcionarima, oni 'ubedili' svoje zavisno društvo da obezbedi finansiranje. Posmatrano iz ugla zavisnog društva, podjednako je rizično učestvovati u finansiranju sticanja akcija matičnog društva, kao i svojih akcija.⁸⁰

U slučaju postojanja zabrane, najviše opravdanja bi imala odredba po kojoj se ne dozvoljava finansiranje sticanja akcija jednog društva od strane društva koje je sam njim povezano.⁸¹ Tako bi i matična i zavisna društva bila stavljena u is-

⁷⁵ Vidi: crnogorski ZPD, čl. 60(9). Po pravilu se akcije zaposlenima nude pod povoljnijim uslovima od tržišnih. Međutim, to ne opravdava uvođenje ovakvog ograničenja pružanja finansijske podrške.

⁷⁶ Vidi: Douglas Smith, »Company Law«, str. 113.

⁷⁷ Vidi: Eddy Wymeersch, »Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company«, str. 740.

⁷⁸ Vidi: engleski CA, čl. 151(1); irski ComA, čl. 60(1); australijski CorpA, čl. 260A(1); novozelandski Kompanijski zakon (Companies Act, od sada: CompA) iz 1993. godine, čl. 76(1); austrijski AG, čl. 66a; danski BA, čl. 115(2).

⁷⁹ Vidi: *Arab Bank v. Mercantile Holdings Ltd*, 1 B.C.L.C. 330 iz 1994. godine.

⁸⁰ Vidi: Soren Friis Hansen & Karsten Engsig Sorensen, nav. članak, str. 18.

⁸¹ Čini se da na taj način treba čitati relevantne odredbe nemačkog i hrvatskog prava. Vidi: nemački AktG, čl. 71d u vezi sa čl. 71a; hrvatski ZTD, čl. 237 u vezi sa čl. 234.

tu ravan. U suprotnom, moglo bi se desiti da jedno društvo zaobilazi zabranu tako što osniva potpuno zavisno društvo, a kasnije daje kredit samom sebi, kao jedinom akcionaru, za upis akcija iz naknadnih emisija zavisnog društva.

Srpsko pravo zabranu finansiranja vezuje isključivo za društvo čije se akcije stiču, što implicira velike mogućnosti njegovog izigravanja.⁸²

Saglasnost akcionara

Saglasnost akcionara *de lege lata* u uporednom pravu nije opšteprihvачen izuzetak od zabrane pružanja finansijske podrške.⁸³ Međutim, nakon usvajanja izmena Druge direktive, gde je skupštinska odluka jedan od najznačajnijih uslova za finansiranje sticanja svojih akcija, treba očekivati da će *pro futuro* ovo postati najznačajniji način ostvarivanja dozvoljenog finansiranja.

RATIO LEGIS UVODENJA ZABRANE PRUŽANJA FINANSIJSKE PODRŠKE

U uporednoj literaturi se među razlozima za uvođenje zabrane pružanja finansijske podrške kao najznačajniji izdvajaju: zaštita i održavanje osnovnog kapitala društva, sprečavanje neadekvatne upotrebe imovine društva od strane većinskog akcionara i onemogućavanje kreiranja lažnog tržišta za akcije društva.⁸⁴ Praksa je pokazala da je finansiranje sticanja svojih akcija pogodan pravni instrument za brojne zloupotrebe, zbog čega se načelno i zabranjuje.

Zabrana pružanja podrške se može posmatrati kao deo sistema zaštite osnovnog kapitala akcionarskih društava. Njeno uvođenje simbolizuje borbu protiv stvaranja fiktivnog kapitala, jer sredstva koja čine osnovni kapital društva imaju svoj izvor u samom društvu, a ne u imovini akcionara.⁸⁵

⁸² Vidi: ZOPD, čl. 190(2), 123(2). Slično vidi: crnogorski ZPD, čl. 60(9).

⁸³ Njega poznaju novozelandsko i australijsko pravo, englesko pravo samo za zatvorena društva, a crnogorsko samo za društva sa ograničenom odgovornošću. Vidi: novozelandski CompA, čl. 76(1)(a); australijski CorpA, čl. 260B; engleski CA, čl. 155–158; crnogorski ZPD, čl. 76(2).

⁸⁴ Vidi: Geoffrey Morse, Enid A. Marshall, Richard Morris & Letitia Crabb, nav. delo, str. 147. Neki autori sve razloge za uvođenje zabrane pružanja finansijske podrške dele na one koji se odnose na princip održavanja osnovnog kapitala i one koji su od njega nezavisni. Vidi: Ulrich Schroeder, nav. delo, str. 93–103.

⁸⁵ Vidi: Eddy Wymeersch, »Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company«, str. 733–734.

Zabrana pružanja finansijske podrške ima dosta sličnosti sa sticanjem sopstvenih akcija, a naročito u pogledu rizika i ekonomskih efekata.⁸⁶ Prema nekim autorima, ona je uvedena kao neposredna posledica ograničenih mogućnosti akcionarskih društava da stiču sopstvene akcije.⁸⁷ Finansiranje trećih lica radi sticanja akcija društva je predstavljalo način zaobilazeњa ustanovljenih pravila, zbog čega je i bilo zabranjeno.⁸⁸ Zbog toga ne treba da čudi da je ovaj institut u mnogim zemljama poznat pod nazivom zaobilazni pravni posao (fiktivni pravni posao), a zakonodavno je ureden u okviru poglavlja o sticanju sopstvenih akcija.⁸⁹

Najočitija zloupotreba finansiranja sticanja svojih akcija je vezana za slučajeve tzv. rasparčavanja imovine ciljnog društva. Preuzimalac, nakon uspešno okončanog postupka preuzimanja, rasprodaje imovinu ciljnog društva kako bi vratio kredit kojim je finansirao preuzimanje. Na kraju preuzimalac pokreće postupak prestanka privrednog društva u kome se utvrđuje da društvo nema dovoljno imovine da namiri svoje poverioce.⁹⁰ Kada se kasnije razotkrije čitava strategija, pravna sredstva koja stoje na raspolaganju protiv preuzimaoca nemaju veći praktičan značaj, jer je on ili nestao, ili je sredstva od prodaje imovine potrošio, ili je postao insolventan, što znači da manjinski akcionari i poverioci ciljnog društva bivaju oštećeni.⁹¹

Sledeći vid zloupotreba pružanja finansijske podrške se odnosi na kreiranje lažnog tržišta kapitala, »veštačkim stimulisanjem tražnje za akcijama u vreme kada cena akcija može biti posebno značajna«.⁹² Ovakve taktike su posebno dolazile do izražaja u postupcima preuzimanja 80-ih godina prošlog veka, kada su preuzimaoci kao naknadu akcionarima ciljnog društva nudili svoje akcije. Kako bi uspeli u svojoj nameri, morali su da održavaju cene svojih akcija na određenom nivou koji bi bio atraktivan akcionarima ciljnog društva. Pružanjem fi-

⁸⁶ Vidi: Marcus Lutter, nav. komentar, str. 909.

⁸⁷ Vidi: John Birds, A. J. Boyle, Eilis Ferran & Charlotte Villiers, nav. delo, str. 217.

⁸⁸ Vidi: Mathias Habersack, »Europäisches Gesellschaftsrecht«, Verlag C. H. Beck, München, 2006, str. 159.

⁸⁹ Na ovaj način postupaju Nemačka, Austrija, Hrvatska i Crna Gora.

⁹⁰ Vidi: Denis Keenan, »Smith and Keenan's Company Law for Students«, Pitman, str. 125–126. Zabrana pružanja finansijske podrške je igrala značajnu ulogu u kompleksnim slučajevima rasparčavanja imovine društava u Danskoj. U najvećem broju ovih slučajeva jedini preostali poverilac društva čija je imovina prodata je bila država po osnovu dugovanih poreza. Procena je da je Danska izgubila oko 260 miliona evra na ovaj način. Više o slučajevima rasparčavanja imovine u Danskoj vidi: Soren Friis Hansen & Karsten Engsig Sorensen, nav. članak, str. 8–15.

⁹¹ Vidi: John H. Farrar, Nigel E. Furey, Brenda M. Hannigan & Philip Wylie, nav. delo, str. 190.

⁹² Vidi: Geoffrey Morse, Enid A. Marshall, Richard Morris & Letitia Crabb, nav. delo, str. 147.

nansijske podrške za kupovinu svojih akcija preuzimaoci su uspevali da formiraju lažnu cenu svojih akcija, što je imalo šire negativne reperkusije na tržište har-tija od vrednosti.⁹³

Pružanje finansijske podrške može predstavljati prikriveni ulog u stvarima. Primera radi, društvo kupi od nekog lica robu, a to lice dobijena novčana sred-stva iskoristi za kupovinu akcija društva. Imajući navedeno u vidu, zabrana pružanja finansijske podrške se može koristiti i kao način onemogućavanja zao-bilaženja obavezne procene nenovčanih uloga od strane nezavisnih procenjivača.

RAZLOZI PROTIV UVODENJA ZABRANE PRUŽANJA FINANSIJSKE PODRŠKE

Među najznačajnijim razlozima protiv uvođenja zabrane pružanja finansijske podrške se ističu sledeći: pružanje podrške ne mora biti štetno za davaoca, za-konska zabrana se može lako zaobilaziti, ovaj institut nije usaglašen sa drugim institutima prava privrednih društava, on onemogućava korisne pravne poslove i drugi pravni instituti su adekvatni za ostvarivanje istih ciljeva.

Pružanje finansijske podrške ne mora biti štetno za davaoca

O finansijskoj podršci se uobičajeno govori u negativnom kontekstu, a nje-na zabranjenost implicite ukazuje na postojanje štetnih posledica ovog instituta po društvo, njegove akcionare, poverioce i druge nosioce rizika poslovanja društva. Štetnost nekih vidova pružanja finansijske podrške, poput davanja pok-lonna korisniku, je očigledna. Međutim, to nikako ne treba da dovede do zaključka da je finansiranje sticanja svojih akcija uvek nepovoljno za davaoca podrške. Na-protiv, postoje brojni primeri u kojima bi pravni posao pružanja podrške mogao biti lukrativan za društvo.

Pravilo je da profitabilnost pravnog posla za finansijera ne čini pruženu fi-nansijsku podršku dozvoljenom.⁹⁴ Upravo ta okolnost čini ovu zabranu teško shvatljivom. Kako objasniti da nije dozvoljen ugovor o kreditu koji akcionarsko društvo zaključi sa solventnim licem, a ugovornim odredbama u potpunosti za-

⁹³ Vidi: John H. Farrar, Nigel E. Furey, Brenda M. Hannigan & Philip Wylie, nav. delo, str. 190.

⁹⁴ Vidi: Stephen W. Mayson, Derek French & Christopher L. Ryan, nav. delo, str. 363.

ti svoje interes (na primer, u pitanju je potpuno obezbeđen kredit sa visokom kamatom), samo zato što se sredstva koriste za sticanje akcija davaoca kredita?

Sudeći po svemu izloženom, zabrana pružanja finansijske podrške štiti interes nosilaca rizika poslovanja društva i onda kada im ta zaštita nije potrebna.⁹⁵ Suprotno tome, dozvoljen je pravni posao davanja kredita insolventnom licu, pod nepovoljnim uslovima, ako njihova namena nije sticanje akcija davaoca. Zar nameni korišćenja primljenih sredstava treba dati primat u odnosu na sigurnost njihovog vraćanja i korisnost samog posla po društvo? Zar je činjenica da je sticalac umesto svojih sredstava koristio novac dobijen od društva za sticanje akcija toliko značajna da opredeljuje dozvoljenost, odnosno nedozvoljenost pravnog posla?⁹⁶

Zabrana finansiranja sticanja svojih akcija prepostavlja da će primalac podrške nakon što postane kontrolni akcionar rasparčati imovinu društva i nestati sa sredstvima. Zašto prepostavljati jedan ovakav ekonomski neopravдан scenario? Da li je ovo očekivan način ponašanja razumnog investitora koji je uložio sredstva u kupovinu akcija jednog društva? Čak i da je ovakva prepostavka opravdana, pravne radnje kojima je uništeno društvo nemaju nikakve veze sa pružanjem finansijske podrške, i treba da budu sankcionisane drugim institutima kompanijskog prava.⁹⁷

Pravni posao pružanja finansijske podrške može biti štetan za društvo kao i svaki drugi pravni posao. U tom pogledu, on se ne razlikuje od mnoštva drugih ugovora koje akcionarsko društvo svakodnevno zaključuje. Zbog toga nije opravdano uvodenje specifičnog pravnog režima za pravne poslove pružanja finansijske podrške.

Mogućnost zaobilazeња zakonske zabrane

Kako god formulisana, zabrana pružanja finansijske podrške nikada ne može da obuhvati sve moguće vidove finansiranja sticanja svojih akcija. Zato su u uporednoj korporativnoj praksi učestali pokušaji izigravanja ustanovljene zabrane. Od pravnika se stalno zahteva da smisljavaju tehnike kojima bi se zaobilazila ova pravila, a omogućilo finansiranje. Prema nekim podacima, ova delatnost

⁹⁵ Kako objasniti da se jedan pravni posao, koji može dati veća prava određenim licima, istovremeno zabranjuje pod velom njihove zaštite?

⁹⁶ Vidi: Eddy Wymeersch, »Some Recent Trends and Developments in Company Law«, Financial Law Institute, Working Paper Series, WP 2001–07, 2001., str. 19.

⁹⁷ Vidi: Eddy Wymeersch, »Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company«, str. 742.

obezbijeđuje značajan deo prihoda pravnicima u londonskom Sitiju.⁹⁸ Ima li smisla insistirati na poroznom pravilu u odnosu na koje se razvija organizovana praksa njegovog izigravanja?

*Neusaglašenost sa drugim institutima kompanijskog prava
(unutrašnja nekonzistentnost)*

Između zabrane pružanja finansijske podrške i prava akcionarskog društva da ne zahteva od akcionara uplatu celokupnog uloga u društvo u trenutku upisa akcija postoji očigledna analogija.⁹⁹ U uporednom zakonodavstvu dominira pravilo po kome se upisnicima akcija, u skladu sa zakonom i odlukom o povećanju osnovnog kapitala, dozvoljava da jedan deo novčanog uloga uplate na račun društva u određenom naknadnom roku od izvršenog upisa. Nekonzistentnost instituta delimične uplate akcija i zabrane pružanja finansijske podrške se može prikazati na sledećem primeru: lica A i B su upisala po 10 akcija prilikom povećanja osnovnog kapitala društva V, pri čemu je visina novčanog uloga svakog od njih iznosila po 100.000 dinara. Lice A je u skladu sa odlukom o emisiji 60.000 dinara uplatilo u momentu upisa akcija, a preostalih 40.000 dinara se obavezalo da uplati u roku od godinu dana. Društvo V na ovaj način delimično kreditira upis svojih akcija od strane lica A. Lice B je u momentu upisa uplatilo celokupan ulog u društву, i to zahvaljujući kreditu koji je uzelo od banke. Društvo V je prihvatiло obavezu da za iznos od 40.000 dinara bude jemac banci da će lice B vratiti kredit. Koja je situacija povoljnija za društvo? U slučaju lica A, akcionarsko društvo je primilo 60.000 dinara, a za preostalih 40.000 dinara u slučaju docnje može koristiti prava koja proizlaze iz ugovora (isplata dugovanog, kamata, naknada štete). U slučaju lica B, akcionarsko društvo je primilo 100.000 dinara, a ima obavezu da banci plati 40.000 dinara, ako lice B to ne učini. Delimičnom isplatom duga društvo se subrogira na mesto banke i može od akcionara da zahteva da mu naknadi sve što je isplatio za njegov račun, zajedno sa kamatom i eventualnom naknadom štete. U navedenom primeru, pozicija akcionarskog društva je pravno povoljnija u slučaju akcionara B, jer ono dobija celokupan ulog u momentu upisa, a obaveza po osnovu jemstva je uslovna (ne mora ni nastati), a ako i nastane društvo prema akcionaru B ima ista prava kao i prema akci-

⁹⁸ Idem.; The Company Law Review Steering Group, »Modern Company Law for a Competitive Economy: The Strategic Framework«, Consultation Document, str. 87; Eilís Ferran, »Corporate Transactions and Financial Assistance: Shifting Policy Perceptions but Static Law«, str. 225.

⁹⁹ Vidi: Eddy Wymeersch, »Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company«, str. 736.

onaru A u slučaju njegove docnje sa isplatom uloga. Zakonska regulativa ne prati ovu logiku, već za društvo nepovoljniju situaciju proglašava za dozvoljenu (delimična uplata uloga kao dozvoljena finansijska podrška), a ugovor o jemstvu podvodi pod nedozvoljeno pružanje finansijske podrške za sticanje svojih akcija.

Kako objasniti da je društvu dozvoljeno da kreditira upis svojih akcija, tako što neće zahtevati potpunu uplatu uloga od strane akcionara, a nije dozvoljeno da kreditira kupovinu akcija društva u sekundarnoj trgovini? Može li se ovakvo pravilo pomiriti sa zabranom društva da upisuje sopstvene akcije?

Direktna zabrana pružanja finansijske podrške se teško može usaglasiti sa fleksibilnim režimom sticanja sopstvenih akcija.¹⁰⁰ Ako se prihvati da je zabrana pružanja finansijske podrške nastala iz potrebe ograničavanja društva da zaobilaznim putem ostvaruje efekte slične onima koje stvara sticanje sopstvenih akcija, onda se neusaglašenost ova dva instituta ne može opravdati. U čemu se ona sastoji?

Prvo, najdrastičniji vid neusaglašenosti postoji u onim državama koje zabranu pružanja finansijske podrške protežu na sva društva kapitala, a sticanje sopstvenih akcija ograničavaju samo otvorenim akcionarskim društvima. U tim zakonodavstvima se društvima sa ograničenom odgovornošću i zatvorenim akcionarskim društvima zabranjuje da pružaju finansijsku podršku za sticanje svojih akcija, odnosno udela, ali im je uz minimalna ograničenja dozvoljeno da stiču sopstvene akcije.

Druga neusaglašenost se odnosi na poređenje ograničenja za sticanje sopstvenih akcija sa dozvoljenim slučajevima pružanja finansijske podrške. U zemljama kontinentalne Evrope široko su prihvaćena dva osnovna pravna ograničenja kupovine sopstvenih akcija: pravilo o ograničenju plaćanja¹⁰¹ i procentualno limitiranje sticanja sopstvenih akcija.¹⁰² Prema tome, društvo koje raspolaže

¹⁰⁰ Idem., str. 742.

¹⁰¹ Druga direktiva EU i zakonodavstva pod njenim uticajem su uvela institut ograničenja plaćanja, po kome akcionarsko društvo može da stiče sopstvene akcije samo u skladu sa prethodno utvrđenim ograničenjima plaćanja. Vidi: Druga direktiva EU, čl. 19(1)(c) u vezi sa čl. 15(1)(a); ZOPD, čl. 221(2) u vezi sa čl. 230.

¹⁰² U kontinentalnim sistemima procentualna ograničenja sticanja sopstvenih akcija su utvrđena zakonom i najčešće iznose 10% osnovnog kapitala. Vidi: ranije važeće rešenje Druge direktive EU, čl. 19(1)(b); nemački AktG, čl. 71(2); austrijski AG, čl. 65(2); hrvatski ZTD, čl. 233(2); makedonski ZZTD, čl. 333(1)(2). Izmenama Druge direktive iz 2006. godine ukinuta je obaveza da ukupna vrednost stečenih sopstvenih akcija ne sme preći 10% osnovnog kapitala društva. Državama članicama je data mogućnost da zadrže ovo vrednosno ograničenje, čime je ono iz kategorije obaveznih prešlo u kategoriju opcionih uslova za sticanje sopstvenih akcija. Međutim, i tu se desila značajna promena: za razliku od originalnog rešenja, kojim je 10% osnovnog kapitala društva propisano kao maksimalan iznos sopstvenih akcija, izmenama je on pretvoren u minimalan iznos, jer ga države članice ne mogu snižavati. Vidi: Druga direktiva EU, čl. 19(1).

slobodnim sredstvima bi moglo da kupi na sekundarnom tržištu određen procenat sopstvenih akcija. Može li se objasniti zašto ista mogućnost nije data i u slučaju da društvo namerava da dâ kredit trećem licu za kupovinu svojih akcija. Posmatrano iz ugla poverilaca pružanja finansijske podrške za sticanje svojih akcija je manje rizično, a u potpunosti zabranjeno, dok sticanje sopstvenih akcija predstavlja pretnju za pogoršanje pravne pozicije poverilaca, a odnos zakonodavstva prema njemu je liberalan. Ako se ova dva instituta posmatraju zajedno, imajući u vidu cilj koji se njima želi postići, onda se kao jedino opravdano nameće rešenje po kome korišćenje oba instituta od strane društva mora biti ograničeno na identičan ili barem sličan način.¹⁰³

Treće, da li je moguće praviti analogiju zabrane pružanja finansijske podrške sa zabranom društva da upisuje sopstvene akcije? Tri razloga navode na negativan odgovor: 1) upis akcija od strane trećeg lica se ne može posmatrati kao upis akcija od strane samog društva; 2) pružanje finansijske podrške se ne odnosi samo na upis akcija, već i na njihovu kupovinu na sekundarnom tržištu; 3) dozvoljena je finansijska podrška za upis akcija u vidu delimične uplate uloga.

Odnos sticanja sopstvenih akcija i zabrane pružanja finansijske podrške se može sumirati na sledeći način: u slučajevima kada je sticanje sopstvenih akcija dozvoljeno (kupovina u sekundarnoj trgovini), pružanje finansijske podrške je zabranjeno, a u slučajevima u kojima je sticanje sopstvenih akcija zabranjeno (upis prilikom inicijalne javne ponude), pružanje finansijske podrške u vidu instituta delimične uplate uloga za upisane akcije je dozvoljeno.

Pravnotehnički posmatrano, finansiranje sticanja svojih akcija je jednim delom varijanta instituta davanja kredita (zajma) akcionarima i članovima uprave, zbog čega se u nekim državama (na primer, Danskoj i Švedskoj) zajednički zakonski uređuju.¹⁰⁴ Najveći broj država dozvoljava akcionarskim društvima da daju kredit svojim akcionarima, pod uslovom da se on ne koristi u svrhu kupovine akcija tog društva.¹⁰⁵ Ne postoji potreba za posebnom zaštitom pružanja finan-

¹⁰³ »...ako je sticanje sopstvenih akcija dopušteno, teško je razumeti zašto pružanje finansijske podrške koje je usmereno ka istom cilju nije na sličan način dozvoljeno.« Massimo Miola, »Legal Capital and Limited Liability Companies: the European Perspective«, ECFR, br. 4 iz 2005. godine, str. 452.

¹⁰⁴ Vidi: Eddy Wymeersch, »Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company«, str. 726–727, 734.

¹⁰⁵ Dansko pravo propisuje apsolutnu zabranu društvu da odobrava kredit svojim akcionarima i članovima uprave, sa izuzetkom davanja kredita matičnom društvu. Prema navedenom se može zaključiti da Danska ima najsveobuhvatniju zabranu davanja kredita akcionarima i članovima uprave. Vidi: Soren Friis Hansen & Karsten Engsig Sorensen, nav. članak, str. 4.

sijske podrške, van one koju obezbeđuju opšta pravila o davanju kredita od strane društva, odnosno posebna pravila o davanju kredita akcionarima i članovima uprave.

Onemogućavanje korisnih pravnih poslova

Zabranu pružanja finansijske podrške može onemogućiti korišćenje pravnih transakcija koje su i interesu društva i različitim nosilaca rizika njegovog poslovanja.¹⁰⁶ Ovaj problem se pokazao kao najaktuelniji u kontekstu preuzimanja društva od strane njegove uprave (eng. *management buy-out, MBO*).¹⁰⁷ Na primer, matično društvo namerava da proda svoje zavisno društvo koje odlično posluje, ali čija se delatnost više ne uklapa u poslovni plan grupe povezanih društava. Ili, direktori, a ujedno i vlasnici zatvorenog društva, odlučuju da odu u penziju i prodaju svoje akcije u društvu, a kao najadekvatnije nove vlasnike vide stasale članove rukovodstva, jer od njih očekuju dobre rezultate i u budućnosti. Praksa je pokazala da su članovi uprave u mogućnosti da obezbede 10 do 20% prodajne cene akcija društva koje preuzimaju, a za ostatak uzimaju kredit od banke koji obezbeđuju sredstvima društva, čime se na očigledan način krši zabrana pružanja finansijske podrške.¹⁰⁸

Adekvatnost drugih instituta za ostvarivanje istih ciljeva

Najsnažniji argument u prilog ukidanju zabrane pružanja finansijske podrške je mogućnost da se isti cilj ostvari drugim institutima kompanijskog i stečajnog prava. U tom pogledu poseban značaj imaju dužnost pažnje i dužnost lojalnosti članova uprave, ograničenja plaćanja (test solventnosti), zaštita manjinskih akcionara, derivativna tužba, Paulijanska tužba u i van stečajnog postupka, kao i obaveza objavljivanja informacija od strane društva.¹⁰⁹ Svim ovim pravnim

¹⁰⁶ Vidi: Eilis Ferran, »Corporate Transactions and Financial Assistance: Shifting Policy Perceptions but Static Law«, str. 225.

¹⁰⁷ Vidi: Eddy Wymeersch, »Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company«, str. 734.

¹⁰⁸ Više o odnosu preuzimanja društva od strane uprave i pružanja finansijske podrške vidi: Denis Keenan, nav. delo, str. 126.

¹⁰⁹ Vidi: The Company Law Review Steering Group, »Modern Company Law for a Competitive Economy – Developing the Framework«, 2000, par. 7.20–7.24.

sredstvima, a posebno pravilima o dužnostima članova uprave, znatno se adekvatnije i efikasnije rešava ova vrsta korporativnih problema, u poređenju sa bilo kakvom zabranom.¹¹⁰

LIBERALIZACIJA PRUŽANJA FINANSIJSKE PODRŠKE U KOMUNITARNOM PRAVU

Zabrana pružanja finansijske podrške je u komunitarno pravo uvedena pod uticajem ranije važećeg britanskog prava.¹¹¹ Prvobitni predlog direktive nije sadržao ovu zabranu. Tek nakon pristupanja Velike Britanije Evropskoj Zajednici 1973. godine, ona postaje sastavni deo Druge direktive.¹¹²

Evropska komisija je u cilju ispitivanja zahteva tržišta za promenom nekih od postojećih pravila Druge direktive formirala stručnu radnu grupu (poznatu pod nazivom SLIM grupa), kojom je rukovodio profesor *Eddy Wymeersch*. SLIM grupa je donela preporuke o pojednostavljinju Druge direktive EU.¹¹³ Njima je predloženo da se zabrana pružanja finansijske podrške svede na praktičan minimum.¹¹⁴ To se može ostvariti na dva alternativna načina: ograničavanjem finansijske podrške slobodnim neto sredstvima društva ili limitiranjem zabrane isključivo na upis novoemitovanih akcija.¹¹⁵

Evropska komisija je septembra 2001. godine formirala Visoku grupu eksperata kompanijskog prava (eng. *High Level Group of Company Law Experts*, od sada: Visoka grupa eksperata) sa ciljem da pronade načine i formulise konkretna rešenja za modernizaciju evropskog kompanijskog prava. Visoka grupa eksperata je podnела Izveštaj o modernom regulatornom okviru za kompanijsko pravo u Evropi (od sada: Vinterov izveštaj),¹¹⁶ u kome je, između ostalog, zauzela jasan

¹¹⁰ Eddy Wymeersch, »Some Recent Trends and Developments in Company Law«, str. 19.

¹¹¹ Vidi: Vanessa Edwards, »EC Company Law«, Oxford University Press, 1999, str. 73.

¹¹² Vidi: Eddy Wymeersch, »Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company«, str. 730.

¹¹³ Recommendations by the Company Law SLIM Working Group on the simplification of the First and Second Company Law Directives (od sada: Preporuke SLIM grupe) od oktobra 1999. godine.

¹¹⁴ O nejasnoći termina »praktičan minimum« vidi: Jonathan Rickford (ed.), »Reforming Capital – Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance«, European Business Law Review, 2004, str. 935.

¹¹⁵ Vidi: Preporuke SLIM grupe, str. 5, 14.

¹¹⁶ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe od 4. 11. 2002. godine.

stav u odnosu na pružanje finansijske podrške. Vinterov izveštaj se založio za dopuštenost ovog instituta ako se on u vrednosnom smislu kreće u granicama slobodnih rezervi društva i ako skupština akcionara da prethodnu saglasnost na predloženi pravni posao.¹¹⁷ Vrednosno ograničenje prevashodno štiti interes poverilaca, dok proceduralno štiti interes akcionara.

Izmenama Druge direktive iz 2006. godine izvršena je promena dotadašnje regulative zabrane pružanja finansijske podrške.¹¹⁸ Kao osnovno pravilo je predviđeno da akcionarska društva mogu da finansiraju sticanje svojih akcija uz ispunjenje sledećih šest uslova:¹¹⁹

1) finansijska podrška koju akcionarsko društvo pruža trećem licu mora biti data u skladu sa tržišnim uslovima (ovo se pre svega odnosi na visinu protivnakade koju društvo prima po osnovu datog kredita ili sredstva obezbeđenja);

2) pre pružanja finansijske podrške uprava društva mora pažljivo da ispita kreditnu sposobnost (kreditni rejting) svakog lica kome se pruža podrška;¹²⁰

3) skupština akcionara mora kvalifikovanom većinom dati prethodnu saglasnost na ovaj pravni posao;¹²¹

4) uprava društva je dužna da skupštini akcionara prethodno podnese pisani izveštaj u kome će navesti razloge za pružanje finansijske podrške, interes društva u tom pravnom poslu, uslove pod kojima će on biti zaključen, rizike po samo društvo (posebno kada se oni odnose na pitanja likvidnosti i solventnosti) i cenu po kojoj će treća lica steći akcije društva;

¹¹⁷ Vidi: Vinterov izveštaj, str. 85.

¹¹⁸ Directive 2006/68/EC of the European Parliament and of the Council of 6 September 2006 amending Council Directive 77/91/EEC as regards the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, Official Journal L 264 od 25. 9. 2006. godine, čl. 23(1).

¹¹⁹ Kao idejna osnova za propisivanje uslova za dozvoljenu finansijsku podršku poslužio je engleski fleksibilniji zakonski režim za zatvorena društva. Više o uslovima za pružanje finansijske podrške zatvorenih društava u Engleskoj vidi: engleski CA, čl. 155–158; Paul L. Davies, nav. delo, str. 271–274; Geoffrey Morse, Enid A. Marshall, Richard Morris & Letitia Crabb, nav. delo, str. 156–157; John H. Farrar, Nigel E. Furey, Brenda M. Hannigan & Philip Wylie, nav. delo, str. 195–198; Denis Keenan, nav. delo, str. 129–132.

¹²⁰ Ova odredba pojačava stepen odgovornosti članova uprave. Vidi: Ministarstvo za trgovinu i industriju Velike Britanije (DTI), »Directive Proposals on Company Reporting, Capital Maintenance and Transfer of the Registered Office of a Company – a Consultative Document« (od sada: Izveštaj DTI), mart 2005., internet adresa: www.dti.gov.uk/files/file14584.pdf, str. 36.

¹²¹ O kritici obavezne prethodne saglasnosti skupštine akcionara vidi: Eilís Ferran, »Simplification of European Company Law on Financial Assistance«, European Business Organization Law Review, br. 6 iz 2005. godine, str. 96–97.

5) iznos finansijske podrške se mora kretati u okvirima instituta ograničenja plaćanja;¹²² i

6) treće lice mora akcije društva kupiti ili upisati po pravičnoj ceni.¹²³

Navedena pravila važe samo u slučaju da država članica dozvoli svojim akcionarskim društvima da kreditiraju i na drugi način finansijski pomažu treća lica u sticanju svojih akcija. Prema tome, Druga direktiva nije nametnula obavezu državama da uvedu ovu mogućnost, ali je za razliku od ranijeg rešenja više ni ne zabranjuje.¹²⁴

Visoka grupa eksperata je predložila da se skupštini akcionara dozvoli da dâ generalno ovlašćenje upravi društva da pruža finansijsku podršku za sticanje akcija društva u određenom maksimalnom periodu (na primer, pet godina).¹²⁵ Izmenama ovakav stav nije prihvaćen, a iz obavezne sadržine izveštaja koji uprava dostavlja skupštini akcionara proizlazi samo mogućnost davanja ex ante specijalnog ovlašćenja upravi.¹²⁶

Brojni uslovi pokazuju još uvek prisutno nepoverenje Evropske unije prema institutu pružanja finansijske podrške za sticanje svojih akcija. Konačno usvojeno rešenje je znatno modernije od prethodnog, ali je i dalje suviše restriktivno. Mnoga sporna pitanja koja će se postaviti i odnosu na implementaciju uslova, uvećani troškovi i nemogućnost davanja finansijske podrške u kratkom roku, neće uticati na ekspanziju finansiranja sticanja svojih akcija. U ovom momentu je mnogo važnija poruka koju komunitarno pravo šalje usvojenim izmenama od razmatranja konkretnih rešenja. Finansiranje sticanja svojih akcija se više ne posmatra kao bezuslovno zabranjena pravna radnja. Iz tog razloga treba na izmene Druge direktive gledati kao na jednu fazu u progresivnom razmišljanju Evropske unije na navedenu temu.¹²⁷

¹²² Prema Izveštaju DTI ovo je jedino opravdano ograničenje za pružanje finansijske podrške za sticanje svojih akcija (str. 36).

¹²³ Zbog nedovoljno jasnih posledica implementacije ovog uslova u kontekstu pružanja finansijske podrške prisutna su i zalaganja za njeno brisanje. Vidi: Izveštaj DTI, str. 36.

¹²⁴ Ne treba izgubiti iz vida činjenicu da su izmenama Druge direktive ostala na snazi tri izvorno predviđena izuzetka od zabrane pružanja finansijske podrške (čl. 23(2,3)).

¹²⁵ Vidi: Vinterov izveštaj, str. 85.

¹²⁶ Vidi: *Commision Working Document: Detailed explanation (by article) of Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 77/91/EEC as regards the formation of public limited liability companies and the maintenance of their capital* (od sada: Obrazloženje Druge direktive EU), str. 5.

¹²⁷ Očigledna privredna neutraktivnost usvojenih izmena predstavlja nadu da će se u budućnosti voditi debate oko utvrđivanja boljih načina uređivanja materije pružanja finansijske podrške za sticanje svojih akcija. Vidi: Eilís Ferran, nav. članak, str. 99.

SANKCIJE

Za postupanje protivno zabrani pružanja finansijske podrške uporednopravno su propisane dve vrste sankcija: kaznenopravna i gradanskopravna.

Kaznenopravna sankcija je usmerena protiv privrednog društva koje je prekršilo zabranu (novčana kazna), kao i protiv odgovornih lica u tom privrednom društvu (novčana kazna i/ili kazna zatvora). U srpskom pravu je propisan privredni prestup za privredno društvo, odnosno odgovorno lice u privrednom društvu, koje protivno zakonu pruža finansijsku podršku za sticanje udela ili akcija, a zaprećena je novčana kazna.¹²⁸

Ništavost pravnog posla je uporednopravno najprisutnija gradanskopravna sankcija.¹²⁹ Ona se odnosi na pravni posao pružanja finansijske podrške (tzv. kauzalni pravni posao), dok je samo sticanje akcija punovažno.¹³⁰ Za razliku od Zakona o preduzećima, koji je propisivao sankciju ništavosti, Zakon o privrednim društvima je ne predviđa.¹³¹ Tradicionalna neefikasnost kaznenopravnih sankcija u srpskom pravu ukazuje na to da je zadržavanje ništavosti pravnog posla pružanja finansijske podrške bilo poželjnije rešenje.¹³²

ZAKLJUČAK

Zabrana pružanja finansijske podrške je prevaziđen institut kompanijskog prava, koji nepotrebno sužava slobodu akcionara i članova uprave da donose naoptimalnije poslovne odluke za društvo.¹³³ Ubedljivi razlozi protiv zabrane navode na zaključak da je restriktivna regulativa pružanja finansijske podrške »pogrešan odgovor na pogrešno pitanje«,¹³⁴ zbog čega se treba založiti za njeno ukidanje.

¹²⁸ Vidi: ZOPD, čl. 450(1)(10); 450(2).

¹²⁹ Vidi: nemački AktG, čl. 71a(1); hrvatski ZTD, čl. 234(1); slovenački ZGD, čl. 241(1); makedonski ZZTD, čl. 340(1).

¹³⁰ Vidi: Uwe Hüffer, nav. delo, str. 364; Marcus Lutter, nav. komentar, str. 909.

¹³¹ Uporedi ZOP, čl. 244(1) sa ZOPD, čl. 190(1).

¹³² Pravni posao pružanja finansijske podrške se ne može smatrati ništavim prema opštim propisima obligacionog prava (kao suprotan prinudnim propisima), jer je on zabranjen samo za akcionarsko društvo, a ne i za drugu stranu. Pravni posao koji je zabranjen samo jednoj strani ostaje na snazi. Vidi: ZOO, čl. 103(2).

¹³³ Vidi: Luca Enriques & Jonathan R. Macey, »Creditors versus Capital Formation: the Case Against the European Legal Capital Rules«, Cornell Law Review, br. 86 iz 2001. godine, str. 1197.

¹³⁴ Vidi: Eddy Wymeersch, »Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance to Acquire Shares of the Company«, str. 747.

Srpski Zakon o privrednim društvima, po uzoru na raniju verziju člana 23(1) Druge direktive, zabranjuje pružanje finansijske podrške za sticanje svojih akcija (udela) svim društvima kapitala. Premda je ovo rešenje i dalje harmonizovano sa komunitarnim pravom, ono više nije skladu sa duhom izvršenih promena i novim tendencijama u ovoj oblasti. Preporučljivo je da se u prvoj fazi ukine zabrana za zatvorena akcionarska društva i društva sa ograničenom odgovornošću, a finansiranje sticanja svojih akcija od strane otvorenih akcionarskih društava liberalizuje. U budućnosti treba očekivati ukidanje zabrane i za otvorena akcionarska društva, pri čemu će sudska praksa kroz evaluaciju dužnosti članova uprave razdvajati dozvoljena od nedozvoljenih finansiranja.

VUK RADOVIĆ, PhD. I.L.D.
Junior Faculty Member, Faculty of Law
Belgrade

FINANCIAL ASSISTANCE BY A COMPANY FOR THE PURCHASE OF ITS OWN SHARES

Summary

The prohibition of financial assistance by a company for the purchase of its own shares is an outdated company law concept, which restricts shareholders' and directors' freedom to manage companies in the most efficient way. Convincing reasons against the prohibition lead to the conclusion that restrictive regulation of financial assistance is "the wrong answer to the wrong question", and its abolition should therefore be recommended.

Financial assistance is for three decades an integral part of company laws of most of European countries. Introduction of the financial assistance prohibition was justified by a number of reasons, because it soon became apparent that negative effects of its allowance were predominant. Such a theoretical position caused implementation of a wide range prohibition, with the existence of a small number of exceptions. Nowadays, continental European law is under attack by the "liberalization wave", which "threatens" to change the attitude towards such financial assistance. The

following years will show whether the countries will remain faithful to their current legal regimes or will adopt modern tendencies.

The ban on the financial assistance was introduced in Serbia under article "loan for shares", and was written under strong influence of the Second company law directive. Lack of theoretical analysis and judicial and corporate practices in this field leads to the legal uncertainty. The aim of this paper is to question the justification for the prohibition of the financial assistance, to explore the range of its application and recommend future legislative steps.

After recent changes of the Second company law directive, Serbian law on financial assistance is still harmonized with the EC law, although it is in conflict with new tendencies. The author recommends that in the first phase the prohibition should be abolished for close corporations and limited liability companies. At the same time, the financial assistance by open corporations should be liberalized. In the future it is expected that the prohibition will also be abolished for open corporations. Judicial practice will then differentiate between acceptable and unacceptable financing practices through evaluation of directors duties.