

**PREOBLIKOVANJE TRAZBINA VJEROVNIKA U
UDJELE U DUŽNIKU – USPOREDNOPRAVNA
OBILJEŽJA I USTAVNOPRAVNA PITANJA ZAŠTITE
PRAVA MANJINSKIH ČLANOVA DRUŠTVA I
MANJINSKIH VJEROVNIKA U POSTUPKU
PREDSTEČAJNE NAGODBE**

Šime Jozipović, LL.M. *
Anton Jukić, LL.M.Eur. **

UDK:347.736:347.72.034
Pregledni znanstveni rad
Primljeno: studeni 2014.

Rad detaljno prikazuje mogućnost sanacije posrnutih trgovačkih društava s pomoću pravnog instituta preoblikovanja tražbina vjerovnika u udjele u predmetnom društvu (tzv. debt/equity swap) u postupku predstečajne nagodbe. Predmetni institut sastavni je dio stečajnog prava shvaćenog u širem smislu riječi, što u bitnome determinira probleme koji proizlaze iz njegove primjene. Koristeći se poredbenopravnom metodom autori razrađuju osnove debt/equity swapa u pravu Sjedinjenih Američkih Država kao jurisdikcije njegova nastanka, implementaciju u stečajnom zakonodavstvu Savezne Republike Njemačke te uređenje unutar postupka predstečajne nagodbe u pravnom poretku Republike Hrvatske. Kako predmetni institut zadire u temeljna prava članova i vjerovnika posrnutih trgovačkih društava, težište rada postavljeno je na analizu promjene pravnog položaja navedenih subjekata u slučaju provedbe preoblikovanja tražbina i posljedica koje iz toga proizlaze. Temeljni zadatak predmetne analize jest utvrditi ustavnu opravdanost ograničenja prava onim skupinama koje se protive nagodbi. Predmetno pitanje dovodi i do tzv. strateških stečajnih postupaka koji se u bit-

* Šime Jozipović, LL.M., znanstvenik-doktorand, Max-Planck-Institut für Steuerrecht und öffentliche Finanzen, Marstallplatz 1, München, Njemačka; simejozipo-
vic@hotmail.com

** Anton Jukić, LL.M.Eur., predavač-asistent, Institut für Internationales Recht –
Rechtsvergleichung, Ludwig-Maximilians-Universität München, Veterinärstr. 5,
München, Njemačka; anton.jukic@jura.uni-muenchen.de

nome temelje na institutu *debt/equity swap*, koristeći ga za postizanje promjene članske odnosno dioničarske strukture posrnulih trgovačkih društava, u čemu je zapravo moguće prepoznati preuzimanje trgovačkih društava instrumentima stečajnog prava umjesto instrumentima prava društava. Međutim, pojam strateškog stečaja znatno je širi te će autori obraditi isti u zasebnom članku.

Ključne riječi: nelikvidnost, predstečajna nagodba, debt/equity swap

1. UVOD

Financijska kriza koja je uzela maha u 2007. i 2008. godini ostavila je znatan trag i u hrvatskom gospodarstvu: u razdoblju od svega četiri godine broj poslovnih subjekata koji nisu u stanju ispunjavati svoje novčane obaveze narastao je za 29 %¹, dok su nepodmirene obveze za plaćanje krajem svibnja 2014. godine iznosile 32,5 milijardi kuna.² Ne uspiju li poslovni subjekti kod kojih su nastupile financijske teškoće ukloniti razlog(e) nelikvidnosti, pokretanje stečajnog postupka postat će gotovo neizbježno. Međutim, ni financijske poteškoće ni pokretanje samog stečajnog postupka ne mora u svakom slučaju nužno značiti i likvidaciju stečajnog dužnika, već može biti i poticaj za njegovu sanaciju.

Sadržajno, jedan od mogućih načina rješavanja dugova dužnika pravne osobe jest pretvaranje tražbina (stečajnih) vjerovnika u udjele u (stečajnom) dužniku – tzv. *debt/equity swap*.³ Predmetni pravni institut provesti će se bez poteškoća ako postoji suglasnost svih dosadašnjih članova društva-dužnika o pristupanju novih članova. Međutim, ako ona nedostaje, postavlja se pitanje mogućnosti provedbe preoblikovanja tražbina u udjele unatoč protivljenju članova društva-dužnika. Na strani vjerovnika spremnost za davanje pristanka

¹ Hrvatska gospodarska komora, *Hrvatsko gospodarstvo 2012. godine*, Zagreb, 2013., str. 98.

² Hrvatska gospodarska komora, *Gospodarska kretanja*, br. 6, 2014., str. 14, www.hgk.hr/wp-content/blogs.dir/1/files_mf/gospodarska_kretanja_6_201421.pdf (2. rujna 2014.).

³ Wirsch, S., *Debt Equity Swap und Risiko der Insolvenzanfechtung*, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, br. 29, 2010., str. 1131 – 1133; Eidenmüller, H.; Engert, A., *Reformperspektiven einer Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital (Debt-Equity Swap) im Insolvenzplanverfahren*, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, br. 12, 2009., str. 541; Braun, E., *Eingriff in Anteilsrechte im Insolvenzplanverfahren*, u: Ganter, H. G.; Gottwald, P.; Lwowski, H.-J. (ur.), *Haftung und Insolvenz: Festschrift für Gero Fischer zum 65. Geburtstag*, München, 2008., str. 53.

na *debt/equity swap* u bitnome ovisi o odnosu između procijenjene vrijednosti imovine dužnika u slučaju (i) njegove likvidacije te (ii) u slučaju uspješnog nastavka poslovanja. Smatra se kako je sanacija dužnika opravdana samo u slučaju kada vrijednost njegove imovine nastavkom poslovanja (tzv. *going-concern value*) nadilazi vrijednost koju bi se postiglo unovčenjem imovine dužnika te postoje (samo) financijske poteškoće (tzv. *financial failure*), a neopravdana ako više nije moguće izvršiti restrukturiranje dužnika (tzv. *economic failure*).⁴

Predstečajna nagodba u Republici Hrvatskoj u bitnome je inspirirana njemačkim pravom⁵, a njemačkom zakonodavcu uzor za uvođenje *debt/equity swap* bilo je pravo SAD-a.⁶ Stoga se u središtu ovoga rada razmatra pitanje teorijskopravne adaptiranosti i stvarnih učinaka toga instituta u hrvatskome pravu. Autori najprije prikazuju osnovna obilježja sustava preoblikovanja tražbina u SAD-u, Saveznoj Republici Njemačkoj i Republici Hrvatskoj, nakon čega se razmatraju složeni odnosi među subjektima na čija prava *debt/equity swap* utječe. Pritom je naglasak istraživanja na usporedbi pojedinih suprotstavljenih financijskih i gospodarskih interesa subjekata, utjecaju na Ustavom zajamčena prava te sukobu između ekonomsko-analitičkih aspekata problematike i zaštite uvriježenih dogmatskih načela unutar stečajnog prava i prava društava.

2. PREOBLIKOVANJE TRAZBINA U UDJELE (*DEBT/EQUITY SWAP*)

Institut preoblikovanja tražbina u udjele prvotno je uređen pravom SAD-a, da bi zatim – barem u osnovnim crtama – doživio recepciju u cijelom nizu

⁴ Poblize o bitnom pitanju sposobnosti dužnika nastaviti s poslovanjem: Eidenmüller, H., *A new framework for business restructuring in Europe: The EU Commission's proposals for a reform of the European Insolvency Regulation and beyond*, Maastricht Journal of European and Comparative Law, br. 1, 2013., str. 136.

⁵ Borić, T.; Petrović, S., *Gesellschaftsrecht und Wirtschaftsprivatrecht in Kroatien*, Wien, 2000., str. 58; Garašić, J., u: Kirchhof, H.-P.; Lwowski, H.-J.; Stürner, R. (ur.), *Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung*, 2. izd., München, 2008., Länderbericht Kroatien par. 3. Vidi i Obrazloženje Konačnog prijedloga Zakona o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi, P. Z. E. br. 138, str. 43. Početna razmišljanja o uvođenju formaliziranog predstečajnog postupka bila su potaknuta rješenjima slovenskog Zakona o finančnem poslovanju, postupkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju, vidi Bilić, V., *Nove izmjene i dopune Stečajnog zakona*, u: Bilić, V.; Duka, R.; Ilak, V.; Kontrec, D., *Stečaj i ovrha*, Zagreb, 2013., str. 16.

⁶ Prije svega 11.USC Chapter 11 - REORGANIZATION, §§ 1101 – 1174. Poblize o tome: BT-Drucks. 12/2443 (Zakonodavni materijali njemačkog Bundestaga), str. 195 i slj.; Spetzler, S., *Eingriffe in die Rechte von Anteilseignern im Insolvenzverfahren*, Köln, 2011., str. 18.

jurisdikcija.⁷ Primjereno tomu, u nastavku se daje kratak prikaz američkog, njemačkog i hrvatskog rješenja, i to sukladno vremenskom redosljedu uvođenja pravnog instituta *debt/equity swapa*.

2.1. Uređenje u SAD-u

U važećem zakonodavstvu SAD-a institut preoblikovanja tražbina u udjele uklopljen je u odredbe Stečajnog zakona iz 1978. (engl. *Bankruptcy Code*, u nastavku BC) kao saveznog propisa⁸ kojim su za gospodarske subjekte predviđene dvije vrste stečajnih postupaka: reorganizacija (bez stečajnog upravitelja) u Poglavlju 11 te likvidacija (kod koje dolazi do angažmana stečajnog upravitelja) u Poglavlju 7.⁹ Bit odredaba BC-a o planu reorganizacije sastoji se u tome da vjerovnici zamjenjuju svoje tražbine za udjele u svojem dosadašnjem dužniku (engl. *stock for debt*) te se namiruju iz budućih poslovnih rezultata dužnika.¹⁰ S tim u vezi § 1123 (a)(5)(I) BC-a izrijeком dopušta da se u svrhu provedbe plana reorganizacije predvidi promjena temeljnog akta dužnika¹¹, a § 1123 (a)(5)(J) BC-a dopušta izdavanje potrebnih vrijednosnih papira (pri čemu se pojam vrijednosnih papira tumači široko te isti osim dionica obuhvaća i udjele u drugim oblicima trgovačkih društava) – *debt/equity swap*.

Za provedbu plana reorganizacije (a samim time i *debt/equity swapa*) potrebna je suglasnost dosadašnjih članova društva-dužnika i vjerovnika predmetnog dužnika koji su raspoređeni u pojedine grupe. Pojedina je grupa prihvatila plan reorganizacije kada vjerovnici koji drže dvije trećine ukupnih tražbina

⁷ Vidi pr. postupke *company voluntary arrangement* u Ujedinjenu Kraljevstvu i *piano di risanamento* u Italiji.

⁸ 11 U.S.C., Pub. L. 95-598, 92 Stat. 2549, posljednji put mijenjan 2005. (zakonom Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act 2005, Pub. L. 109–8, 119 Stat. 23.).

⁹ Cheeseman, H., *Business Law. Legal Environment, Online Commerce, Business Ethics, and International Issues*, 8. izd., Boston, 2013., str. 471 – 481; Twomey, D. P.; Jennings, M. M., *Business Law. Principles for Today's Commercial Environment*, 2. izd., Mason (Ohio), 2008., str. 704 – 705; Mallor, J. P.; Barnes, A. J.; Bowers, T.; Langvardt, A. W., *Business Law. The Ethical, Global, and E-Commerce Environment*, 13. izd., Boston, 2007., str. 738 – 762; Römermann, V., u: Nerlich, J.; Römermann, V. (ur.), *Insolvenzordnung*, 23. dopuna, München, 2005., Vor §§ 217 bis 269 InsO par. 40.

¹⁰ Twomey, Jennings, *op. cit.* u bilj. 9, str. 721. Braun, *op. cit.* u bilj. 3, str. 56, 61, ističe kako u slučaju uspješnog preoblikovanja tražbina u udjele za postojeće dugove za pravo odgovara vrijednost društva koje nastavlja svoje poslovanje.

¹¹ Engl. *debtor's charter*.

predmetne grupe i ujedno barem polovicu broja svih tražbina prihvate plan.¹² U slučaju nemogućnosti postizanja tih većina, stečajnom sudu na raspolaganju stoji tzv. *cram-down-procedure*: ako predloženi plan ne predviđa diskriminaciju bilo koje od skupina, prema svima je pravedan (engl. *fair and equitable*), te je barem jedna skupina u čija prava zadire suglasna s istim, stečajni sud je sukladno § 1129 (b) BC-a ovlašten potvrditi predloženi plan unatoč protivljenju ostalih skupina. Predmetni institut djeluje na dvije razine te je od presudne važnosti za uspješno usvajanje stečajnih planova u SAD-u: najčešće je sama mogućnost da sud primijeni *cram down* dovoljna za discipliniranje sudionika stečajnog postupka kako bi isti prihvatili predloženi plan, a podredno (u slučaju izostanka suglasnog prihvaćanja plana) čini moćnu polugu s pomoću koje sud ispravlja opstrukcije pojedinih sudionika stečajnog postupka.¹³

2.2. Njemačko uređenje

Uvođenju instituta *debt/equity swap* u njemačko pravo prethodile su žustre polemike o značenju i ulozi članskih prava u trgovačkim društvima, osobito društvima kapitala, te o vrijednosti poduzeća nad čijim je nositeljem pokrenut stečajni postupak. Polazeći, naime, od načela kako za obveze društva kapitala cjelokupnom svojom imovinom odgovara samo dotično društvo, a članska prava članova predmetnog društva ne ulaze u imovinu društva, njemačko pravo sve do 2012. godine u principu nije predviđalo mehanizam koji bi omogućio zadiranje u članska prava dotadašnjih članova društva protiv njihove volje. Takav stav brani se poštovanjem striktno granice između imovine društva i članskih prava u društvu te potrebe obrane članskih prava sve dok nije apsolutno sigurno da ista nemaju nikakvu materijalnu vrijednost.¹⁴

¹² U.S. Code § 1126 c.

¹³ Mallor *et al.*, *op. cit.* u bilj. 9, str. 758. Roe, M. J., *Bankruptcy and corporate reorganization*, 3. izd., New York, 2011., str. 12, čak opisuje *cram-down-procedure* kao oružje (“[...] the cram-down-procedure is the ultimate judicial weapon in chapter 11 [...]”). Vidi i Braun, *op. cit.* u bilj. 3, str. 57 – 61.

¹⁴ Više o tome u: Eidenmüller, Engert, *op. cit.* u bilj. 3, str. 543; Uhlenbruck, W., *Von der Notwendigkeit eines eigenständigen Sanierungsgesetzes*, Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung, br. 4, 2008., str. 201 – 206. Iznimku od ovog načelnog stava stvorila je sudska praksa Saveznog vrhovnog suda Savezne Republike Njemačke (*Bundesgerichtshof*) poznata pod nazivom “Sanacija ili istupanje iz društva” (njem. *Sanieren oder Ausscheiden*), a koja se u bitnim crtama svodi na stav da članstvo u trgovačkom društvu obvezuje na snošenje dijela troškova sanacije (naravno, razmjerno udjelu) ako većina članova društva donese odluku o sanaciji. Učinak

Primjena odredaba njemačkog Insolventijskog zakona (dosl. Insolventijski red, njem. *Insolvenzordnung*, u nastavku InsO; stupio je na snagu 1999.) o stečajnom planu kroz koji je bilo moguće provesti sanaciju posrnutih trgovačkih društava u praksi je bila gotovo zanemariva.¹⁵ Postalo je očito kako su dotadašnji članovi društva-dužnika svoj pravno nedodirljiv položaj zlorabili na način da sprečavaju ulazak drugih osoba u člansku strukturu predmetnog društva. Njemački zakonodavac na ovu, ali i druge prepreke sanacijama reagirao je donijevši 2011. Zakon o daljnjem olakšavanju sanacije poduzeća (njem. *Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen*, u nastavku ESUG)¹⁶, kojim je, među ostalim, u odredbe InsO-a uveden institut *debt/equity swapa*. Predmetni institut smješten je unutar odredaba o insolventijskom planu, čime je njemački zakonodavac institut *debt/equity swapa* smjestio unutar okvira insolventijskog postupka, sačuvavši dogmatsko jedinstvo stečajnog postupka kao postupka koji može dovesti do spašavanja i do likvidacije stečajnog dužnika. U njemačkoj pravnoj literaturi primjetna je suglasnost oko tvrdnje kako uvođenje *debt/equity swapa* znači “promjenu paradigme”¹⁷, a u dijelovima insolventijske prakse reakcije na uvođenje tog instituta bile su gotovo euforične.¹⁸

tog stava bio je, međutim, vrlo skroman jer nije dolazio do primjene u svim onim slučajevima u kojima baš nitko od dosadašnjih članova društva nije bio spreman sudjelovati u troškovima sanacije, odnosno kada su članovi spremni za sufinanciranje sanacije ostali u manjini – što je bio slučaj u daleko najvećem broju stečajnih postupaka u kojima je sanacija barem teorijski dolazila u obzir. Više o tome u: BGH, Presuda od 19. listopada 2009. – II ZR 240/08, *Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung*, br. 18, 2009., str. 907.

¹⁵ Insolventijski planovi nakon stupanja na snagu InsO-a, a prije novele toga zakona provedene 2012., izglasani su u manje od 1 % (!) svih otvorenih stečajnih postupaka, usp. Flöther, L., *Die aktuelle Reform des Insolvenzrechts durch das ESUG – Mehr Schein als Sein?*, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, br. 38, 2012., str. 1834, koji se poziva na mrežne stranice www.destatis.de i <http://www.ifm-bonn.org>.

¹⁶ Gesetz zur Verkürzung des Restschuldbefreiungsverfahrens und zur Stärkung der Gläubigerrechte, BGBl. I, str. 2379.

¹⁷ Hirte, H.; Knof, B.; Mock, S., *Das Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (Teil I)*, *Der Betrieb (DB)*, br. 11, 2011., str. 636; Hölzle, G., *Praxisleitfaden ESUG*, Köln, 2012., str. 64.

¹⁸ Hölzle, G., *Die ‘erleichterte Sanierung von Unternehmen’ in der Nomenklatur der InsO – ein hehres Regelungsziel des RefE ESUG*, *Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung*, br. 4, 2011., str. 127. Opreznije: Heinrich, J., *Insolvenzplan ‘reloaded’ – Zu den Änderungen im Insolvenzplanverfahren durch das Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen*, *Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung*, br. 6, 2012., str. 238. Aktualni slučaj insolventijskog plana za medijsku kuću *Suhrkamp* koji duboko zadire u sferu prava društava (rješavanje odnosa izme-

Polazišnu točku *debt/equity swapa* čini § 217. InsO-a, koji određuje kako se insolventijskim planom može predvidjeti promjena članskih prava u stečajnom dužniku. Ovlast izravnog predlaganja plana, a samim time i *debt/equity swapa*, imaju stečajni upravitelj i dužnik (§ 218. st. 1. InsO-a), a osim toga skupština vjerovnika sukladno § 218. st. 2. InsO-a ovlaštena je naložiti stečajnom upravitelju izradu plana. Konkretizacija načelne odredbe § 217. InsO-a uslijedila je u § 225a, čiji stavci 2. i 3. izrijekom propisuju mogućnost da se stečajnim planom predvidi preoblikovanje tražbina u udjele (st. 2.) te prijenos članskih prava (st. 3.) u stečajnom dužniku.

Sukladno § 244. InsO-a za prihvrat predloženog insolventijskog plana potrebno je ostvariti dvije većine, kako vjerovnika (potrebno je u svakoj skupini postići većinu svih vjerovnika koji su pristupili glasanju, a ta većina mora obuhvaćati i većinu tražbina pojedine skupine) tako i dosadašnjih članova društva (pri čemu su mjerodavni članski udjeli). Iznimno je bitno naglasiti kako nije moguće provesti *debt/equity swap* protiv volje vjerovnika. Naime, § 225a st. 2. InsO-a izričito zabranjuje preoblikovanje tražbine pojedinog vjerovnika ako se isti protivi preoblikovanju¹⁹, slijedom čega je njemački zakonodavac morao urediti pitanje statusa tražbina tih vjerovnika. Kao rješenje izabrano je razmjerno namirenje vjerovnika koji nisu prihvatili predloženi plan, dakle namirenje u postotku koji je predviđen planom, uzimajući u obzir da jednom prihvaćen insolventijski plan sukladno § 254b InsO-a proizvodi pravne učinke i prema onim vjerovnicima koji su se istome protivili.

Blokadu donošenja insolventijskog plana od strane dosadašnjih članova društva-dužnika sprečava zabrana opstrukcije (njem. *Obstruktionsverbot*) određena u § 245. InsO-a: ako dosadašnji članovi društva odbiju plan koji predviđa preoblikovanje tražbina u udjele, a većina svih skupina prihvati isti, smatra se da su i članovi društva dali svoju suglasnost. Preduvjeti za primjenu te zakonske fikcije kojom se insolventijski plan donosi protiv volje (svih ili samo nekih) dosadašnjih članova društva-dužnika jesu: (i) da se iste vjerojatno ne dovodi u lošiji položaj od onoga koji bi imali da nije donesen plan, (ii) da nitko od vje-

đu dosadašnjih članova trgovačkog društva koji teže ostvarenju različitih interesa) obrađuju Brinkmann, M., *Der strategische Eigenantrag – Missbrauch oder kunstgerechte Handhabung des Insolvenzverfahrens?*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, br. 5, 2014., str. 197 – 207, te Schäfer, C., *Insolvenzplan als Lösung für Mehrheits-/Minderheitskonflikte? – Lehren aus dem Fall Suhrkamp*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, br. 47, 2013., str. 2237 – 2244.

¹⁹ S tim u vezi vidi i Römermann, V., *Neues Insolvenz- und Sanierungsrecht durch das ESUG*, Neue Juristische Wochenschrift, br. 10, 2012., str. 651.

rovnika planom ne primi veću vrijednost od iznosa svoje tražbine, kao i (iii) da nitko od dosadašnjih članova društva planom neće biti doveden u bolji položaj od ostalih članova društva koji su uvršteni u njegovu skupinu.

U njemačkoj insolventijskoj praksi institut *debt/equity swapa* sve više uzima maha te je već došao do primjene u cijelom nizu postupaka, od kojih su neki bili i medijski eksponirani²⁰, ali se ujedno i kritički raspravlja o mogućnostima zlorabe koje taj institut očito otvara²¹, što će se detaljnije obraditi u drugom nastavku ovog članka.

2.3. Hrvatsko uređenje

Uređenje instituta *debt/equity swapa* izvan okvira samog Stečajnog zakona²² (u nastavku SZ), a što je predmet razmatranja ovoga članka, uslijedilo je Zakonom o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi²³ (u nastavku ZFPPN)

²⁰ Vidi, među ostalim, Pleister, C., *Restrukturierung nach dem ESUG: Die wichtigsten Praxisfälle*, Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht, br. 11, 2013., str. 221 – 223 (insolventijski postupci nad društvima Pfeleiderer AG i Centrotherm Photovoltaics AG).

²¹ Eidenmüller, H., *Der Insolvenzplan als gesellschaftsrechtliches Universalwerkzeug*, Neue Juristische Wochenschrift, br. 1, 2014., str. 17 – 19.

²² Narodne novine, br. 44/1996, 29/1999, 129/2000, 123/2003, 82/2006, 116/2010, 25/2012 i 133/2012. Potrebno je istaknuti kako je sam institut preoblikovanja tražbina vjerovnika u udjele već znatno prije stupanja na snagu Zakona o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi bio omogućen i odredbama SZ-a o stečajnom planu. Riječ je o tzv. prijenosnom sanacijskom planu (njem. *übertragende Sanierung*, sukladno prijedlogu Karstena Schmidta u članku *Organverantwortlichkeit und Sanierung im Insolvenzrecht der Unternehmen*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, br. 5, 1980., str. 336), kada se imovina dosadašnjeg dužnika prenosi na osobu koju je prethodno u tu svrhu osnovao dužnik, ali da istodobno na tu osobu ne prijeđu i dugovi dužnika, te vjerovnici stječu udjele u novoosnovanom društvu (vidi Glavu VI. SZ-a, osobito čl. 243. st. 3.). Međutim, takva provedba preoblikovanja tražbina sukladno čl. 213. st. 1. SZ-a može uslijediti samo unutar već otvorenog stečajnog postupka i uz primjenu pravila toga postupka, dok se *debt/equity swap*, koji je uređen Zakonom o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi, provodi upravo prije otvaranja stečajnog postupka nad imovinom dužnika i na taj način izbjegava stigmatizaciju koja redovito prati sam stečajni postupak.

²³ Narodne novine, br. 108/2012, 144/2012, 81/2013 i 112/2013. Više o predmetnom zakonu u: Bilić, *op. cit.* u bilj. 5, str. 16 – 17; Ilak, V., *Postupak predstečajne nagodbe – novosti u postupku*, u: Bilić *et al.*, *op. cit.* u bilj. 5, str. 43 – 65. U trenutku predaje rukopisa članka prvo čitanje u Saboru prošao je nacrt novog Stečajnog zakona, koji u Glavi II. iznova uređuje institut predstečajne nagodbe te u čl. 395. st. 2. predviđa prestanak važenja odredaba o predstečajnoj nagodbi propisanih ZFPPN-om. Međutim, koliko je razvidno iz čl. 32. st. 4. predmetnog nacrta, odredbe o većini

koji je donesen 2012., da bi ubrzo poslije toga doživio cijeli niz izmjena.²⁴ U strukturi ZFPPN-a institut *debt/equity swapa* smješten je među odredbe postupka predstečajne nagodbe koji sukladno definiciji iz čl. 3. t. 10. ZFPPN-a ima za cilj vraćanje likvidnosti i solventnosti dužnika. Iako je moguće općenito utvrditi da je taj institut u praksi uspio zaživjeti²⁵, uzimajući u obzir da se predmetni zakon primjenjuje samo dvije godine, za pojedina sporna pitanja koja proizlaze iz odredaba ZFPPN-a još nije mogla nastati ujednačena i stalna sudska praksa.

Osnovna obilježja postupka predstečajne nagodbe u mjeri u kojoj su bitna za ocjenjivanje instituta *debt/equity swapa* obuhvaćaju prije svega aktivnu legitimaciju za pokretanje postupka predstečajne nagodbe i za predlaganje *debt/equity swapa* unutar predmetnog postupka. S tim u vezi, a sukladno čl. 39. u vezi s čl. 18. i čl. 27. st. 2. ZFPPN-a, pravo (i načelna dužnost uz iznimku propisanu čl. 39. st. 2. ZFPPN-a) pokretanja postupka predstečajne nagodbe leži na strani dužnika koji je sukladno čl. 46. ZFPPN-a ujedno i prvi ovlašten planom financijskog restrukturiranja predložiti vjerovnicima provedbu *debt/equity swapa*.

Stvarna i mjesna nadležnost za postupak predstečajne nagodbe određene su čl. 26. ZFPPN-a, sukladno kojem se predmetni postupak provodi u regionalnom centru Financijske agencije (FINA) nadležnom prema sjedištu dužnika odnosno u zagrebačkom centru FINA-e kada je pasiva dužnika veća od deset milijuna kuna. Sama tijela postupka predstečajne nagodbe jesu tročlano

potrebnoj za usvajanje plana financijskog i operativnog restrukturiranja za sobom, barem u načelu, mogu povući ista pitanja kao i odredbe ZFPPN-a koje su predmet analize u 3. dijelu ovoga rada.

²⁴ Uredba o izmjenama i dopunama Zakona o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi (Narodne novine, br. 144/2012), na snazi od 21. prosinca 2012., Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi (Narodne novine, br. 81/2013), na snazi od 30. lipnja 2013., te Uredba o izmjenama i dopunama Zakona o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi (Narodne novine, br. 112/2013), na snazi od 7. rujna 2013.

²⁵ Vidi primjerice prijedlog predstečajne nagodbe za trgovačko društvo "Vjesnik d.d.", <http://vjesnik.hr/wp-content/uploads/2013/11/2013-01-25-psn-prijedlog-plan-restrukturiranja.pdf> (20. rujna 2014.), i predstečajnu nagodbu u postupku provedenom nad trgovačkim društvom MAGMA d. d., http://predstečajnenagodbe.fina.hr/pn-public-web/predmet?id=0&_HDIV_STATE_=16-4-F021C7D40AC6F6AC4E-A34F35E02A232F (6. ožujka 2014.). Kritičku ocjenu samog ZFPPN-a daje Garašić, J., *Stečajni plan nakon izmjena i dopuna Stečajnog zakona 2012. godine*, u: Uzelac, A.; Garašić, J.; Maganić, A. (ur.), *Djelotvorna pravna zaštita u pravičnom postupku. Izazovi pravnih transformacija na jugu Europe. Liber amicorum Mihajlo Dika*, Zagreb, 2013., str. 469 – 470.

nagodbeno vijeće i povjerenik predstečajne nagodbe kojega imenuje nagodbeno vijeće iz redova stečajnih upravitelja (čl. 32. – 34. ZFPPN-a).

U prijedlogu za otvaranje postupka predstečajne nagodbe dužnik je sukladno čl. 41. st. 1. ZFPPN-a među ostalim dužan predložiti planove financijskog i operativnog restrukturiranja zajedno s pozitivnim izvješćem ovlaštenog revizora o predmetnim planovima. Upravo u planu financijskog restrukturiranja dužnik koji ima pravni oblik društva kapitala svojim vjerovnicima može predložiti provedbu *debt/equity swapa* (čl. 46. u vezi s čl. 44. ZFPPN-a).

Unutar cijelog postupka predstečajne nagodbe ključnu ulogu imaju odredbe ZFPPN-a koje uređuju većine prilikom glasovanja o predloženom planu financijskog restrukturiranja: za prihvrat istoga, a sukladno čl. 63. st. 2. ZFPPN-a, potrebna je ili suglasnost vjerovnika koji u svakoj skupini drže više od polovine tražbina te skupine (sukladno čl. 63. st. 1. ZFPPN-a svi će vjerovnici biti podijeljeni u tri skupine) ili suglasnost vjerovnika koji drže više od dvije trećine ukupnih tražbina prema dužniku. U obama slučajevima mjerilo čine samo utvrđene tražbine.

Vjerovnici sukladno čl. 64. st. 2 ZFPPN-a imaju mogućnost nakon odbijanja plana koji je bio predložen od strane dužnika unutar roka od 30 dana sami predložiti izmijenjeni plan financijskog restrukturiranja, na koji, međutim, dužnik sukladno čl. 64. st. 4 ZFPPN-a mora dati svoj pristanak. Ako se postigne suglasnost o planu restrukturiranja, nagodbeno vijeće FINA-e rješenjem će utvrditi prihvaćanje (čl. 60. st. 13. ZFPPN-a) te će se pred Trgovačkim sudom sklopiti predstečajna nagodba (čl. 66. ZFPPN-a). Jednom sklopljena, predstečajna nagodba proizvodi pravne učinke (koji su prije svega navedeni u čl. 81. ZFPPN-a) prema svim vjerovnicima društva-dužnika.

Ne uspiju li dužnik i vjerovnici usuglasiti predmetni plan, postupak predstečajne nagodbe obustavlja se sukladno čl. 64. st. 11. ZFPPN-a te najvjerojatnije dolazi do pokretanja stečajnog postupka. Pri tome valja naglasiti da odredbama ZFPPN-a – a za razliku od InsO-a i BC-a – nije predviđen pravni institut zabrane opstrukcije, pa tako pojedine skupine sudionika u postupku načelno mogu spriječiti predstečajnu nagodbu. Neki od mogućih razloga za izostavljanje tog za stečajno pravo esencijalnog instituta mogu se pronaći u samoj funkciji predstečajne nagodbe kao dobrovoljnog postupka sanacije dužnika izvan stečajnog postupka. Za zabranu opstrukcije potrebno je utvrditi da skupine koje se protive predstečajnoj nagodbi njome nisu stavljene u lošiji položaj od onoga u kojem bi bile da nagodbe nema i da primjereno sudjeluju u gospodarskim koristima koje bi sudionicima trebale pripasti na temelju na-

godbe (ekvivalentno čl. 241. SZ-a). Međutim, da bi se to utvrdilo, prethodno bi trebalo utvrditi točnu vrijednost koja strankama pripada u slučaju stečaja, a što je otežano već zbog same činjenice da stečajni postupak nije ni otvoren.

Iz gornjih je navoda vidljivo da je njemačka pravna doktrina godinama odbijala uvođenje propisa o zabrani opstrukcije od strane članova društva-dužnika jer nije prihvaćala apsolutnu obezvrijeđenost članskih prava sve do trenutka likvidacije društva. U predmetnome slučaju bi uvođenje zabrane opstrukcije u postupku predstečajne nagodbe međutim zahtijevalo da se i za članove društva i za vjerovnike odredi stvarna, a ne nominalna vrijednost njihovih prava već u trenutku predstečajne nagodbe, a što bi postupak predstečajne nagodbe po svojim značajkama približilo samom stečajnom postupku. Očito je da je hrvatski zakonodavac izostavio odredbu o zabrani opstrukcije iz razloga ekonomičnosti provedbe postupka, ali i zaštite stvarne vrijednosti prava sudionika u postupku. Ključni nedostatak tog rješenja očituje se u potrebi osnivanja novog društva u slučaju izbora prijenosnog sanacijskog plana u stečajnom postupku, pri čemu bi moglo doći do gubitka neprenosivih prava. Može se očekivati da će u ovome kontekstu doći do bitnih promjena uvrštavanjem predstečajne nagodbe u stečajni zakon. Kako je ovo pitanje međutim nemoguće analizirati bez tumačenja nekih ključnih elemenata stečajnog postupka, ono se neće dalje obrađivati u nastavku ovoga rada, već će biti analizirano u okviru instituta strateškog stečaja.

3. POLOŽAJ MANJINSKIH ČLANOVA DRUŠTVA-DUŽNIKA I MANJINSKIH VJEROVNIKA U POSTUPKU PREDSTEČAJNE NAGODBE S PROVEDBOM *DEBT/EQUITY SWAPA*

Iz uloge *debt/equity swapa* kao instrumenta kojim se uređuje preraspodjela članskih prava među sudionicima u postupku predstečajne nagodbe, a sve u svrhu sanacije društva-dužnika^{26, 27}, može se iščitati složenost unutarnje dinamike pretvorbenog procesa i njegova važnost za državnu gospodarsku politiku.

²⁶ Vidjeti i Guzić, Š., *Financijski učinci Zakona o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi*, Prilog časopisu Računovodstvo, revizija i financije, br. 11, 2012., str. 36.

²⁷ Suprotno zakonskoj definiciji svrhe predstečajne nagodbe, susreće se stajalište kako postoji i dopunska svrha: "Ono što Zakon ne navodi posebno kao cilj, a zasigurno jest bio jedan od ciljeva, je povoljniji odlazak u stečaj onih dužnika za koje ne postoji mogućnost povrata u stanje likvidnosti i solventnosti." (Ilak, V., *Predstečajne nagodbe – dužnik, vjerovnici i učinci sklopljene nagodbe*, Računovodstvo, revizija i financije, br. 12, 2012., str. 33). Bez upuštanja u analizu takve svrhe zakona može se zaključiti kako zakonom predviđena svrha predstavlja srž instituta te je primarno mjerodavna za daljnju analizu.

Interesi različitih skupina subjekata unutar postupka *debt/equity swapa* često su međusobno neusklađeni. Jednako tako se i potrebe pojedinih podskupina²⁸, ali i pojedinaca, međusobno mogu znatno razlikovati. Tako sukob između interesa vjerovnika da se naplate u što većoj mjeri i društva za urednim nastavkom poslovanja²⁹ ili sukob većinskih i manjinskih članova društva oko zaštite vrijednosti njihovih udjela globalna su pojava koja unatoč određenim strukturnim varijacijama čini temeljni problem uređenja *debt/equity swapa*. U takvom okruženju svako zakonsko rješenje kojim se pokušava uskladiti suprotstavljene zahtjeve nužno će dovesti do promjena u statusu i pravima stranaka.³⁰ U nastavku se autori osvrću na niz pitanja koja proizlaze iz preoblikovanja tražbina u udjele prema hrvatskom modelu, od kojih se o nekima raspravljalo u stručnoj (i široj) javnosti, a neka druga pitanja ostala su – za sada – jedva zamijećena. Meritum analize obrađuje ključne sukobe na polju pravne dogmatike, ustavnog prava i prava društava koji su proizašli iz pravne implantacije³¹ tog instituta u hrvatsko pravo.

²⁸ Posebne podskupine mogu se odrediti prema različitim kriterijima ovisno o njihovoj pravnoj ili faktičnoj poziciji, ustrojstvu ili učincima provedbe *debt/equity swapa*. Tako bi se u skupini članova društva-dužnika moglo razvrstati članove prema njihovom utjecaju u društvu (članovi s većinskim utjecajem i članovi s manjinskim utjecajem). S druge bi se strane i vjerovnike moglo svrstati u kategorije prema njihovom utjecaju u društvu, ali bi ih se jednako moglo kategorizirati prema njihovom pravnom ustrojstvu jer će se interesi i način postupanja u *debt/equity swapu* znatno razlikovati za financijske institucije, tijela državne uprave, trgovačka društva itd. Uzme li se u obzir posebna pozicija koju uživaju upravo tijela državne uprave kao supkategorija vjerovnika, očito je da postoji jasna distinkcija između razina zaštite prava pojedinih skupina. U tom smislu valja vidjeti i kritike koje su radnici stečajni vjerovnici uputili na predmetni povlašteni položaj tijela državne uprave u prijedlogu za ocjenu ustavnosti koji je odbijen Rješenjem o neprihvatanju prijedloga za ocjenu akata zakonodavnog tijela od 11. siječnja 2006., U-I-2056/2001.

²⁹ Taj sukob može se izravno i iščitati iz zakona koji u čl. 20. eksplicitno navodi oba elementa kao svrhe predstečajne nagodbe.

³⁰ Kritički o cjelokupnom postupku predstečajne nagodbe uz istodobno naglašavanje važnosti *debt/equity swapa* kao jednog od rijetkih potencijalno uspješnih instrumenata restrukturiranja: Brkanić V., *Neki aspekti provedbe Zakona o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi*, 2. prilog časopisu Računovodstvo, revizija i financije, br. 11, 2012., str. 9.

³¹ "Pravna implantacija" termin je poredbenog prava koji opisuje prijenos jednog pravnog instituta iz pravnog sustava u kojemu je nastao u drugi pravni sustav koji po svojoj strukturi ne mora odgovarati izvornom pravnom sustavu. Termin je u bitnome oblikovao Alan Watson 70-ih godina prošloga stoljeća. Vidjeti Watson, A., *Legal Transplants: An Approach to Comparative Law*, Edinburgh, 1974.; Watson, A., *Comparative Law and Legal Change*, Cambridge Law Journal, br. 37, 1978., str. 313 – 336.

3.1. Temeljne odrednice postupka predstečajne nagodbe

U samome je ZFPPN-u kao svrha predstečajne nagodbe definirano da se “dužniku koji je postao nelikvidan i/ili insolventan omogući financijsko restrukturiranje na temelju kojeg će postati likvidan i solventan” i da se “vjerovnicima omogućće povoljniji uvjeti namirenja njihovih tražbina od uvjeta koje bi vjerovnik ostvario da je protiv dužnika pokrenut stečajni postupak” (čl. 20. ZFPPN-a). Primjereno navedenom, predstečajna nagodba, za razliku od njemačkog rješenja, koje daje primat vjerovnicima, i američkog modela, koji je usredotočen na uspješnu rekonstrukciju više nego na volju stranaka, ravnopravan je postupak suradnje među strankama u kojemu bi bilo kontraproduktivno dati vlast nad postupkom samo jednoj strani. Također se u čl. 27. st. 5. i čl. 49. st. 2. ZFPPN-a navodi kako će se nakon neuspjele predstečajne nagodbe otvoriti stečajni postupak “ako postoje pretpostavke za otvaranje stečajnoga postupka”. Time hrvatski pravni poredak jasno razgraničava predstečajnu nagodbu od stečajnog postupka, koji služi isključivo namirenju vjerovnika i ne poznaje ravnopravnost dužnika i vjerovnika (čl. 2. SZ-a).

Međutim, predstavljeni pristup, iako ispravan sa stajališta pravne dogmatike, kontradiktoran je strukturi postupka predstečajne nagodbe i njezinoj provedbi u praksi. Naime, pokretanje predstečajne nagodbe često je za dužnika “posljednje sredstvo”, kada su već iscrpljene sve druge mogućnosti izbjegavanja stečaja. Osim nedostatka tradicije dobrovoljnog pokretanja (pred)stečajnog postupka, uzrok tomu leži prije svega u činjenici da upuštanje u postupak predstečajne nagodbe u Hrvatskoj može imati niz negativnih posljedica za dužnika; priopćenjem javnosti da postoji “opasnost od stečaja” redovito će se izazvati posljedice kao što su pad vrijednosti dionica društva, nemogućnost dobivanja kredita i slično. Također, sam postupak nosi sa sobom niz ograničavajućih posljedica. Tako je dužnik tijekom postupka pod stalnim nadzorom (čl. 34. ZFPPN-a) te je dužan osigurati potrebnu dokumentaciju koja je u određenim segmentima izrazito složena (čl. 39. ZFPPN-a).

Može se pretpostaviti kako će u apsolutnoj većini slučajeva neuspjela predstečajna nagodba imati za posljedicu otvaranje stečajnog postupka, a što potkrepljuju i statistički podaci Ministarstva financija.³² Polazeći od takvog

³² Ministarstvo financija iznijelo je na tiskovnoj konferenciji od 21. veljače 2014. podatak kako su u proteklih petnaest godina unutar stečajnog postupka provedena svega dva značajna restrukturiranja, i to za stečajne dužnike “Pevac” i “Tisak”, vidi <http://www.mfin.hr/hr/novosti/odrzana-tiskovna-konferencija-ucinci-predstečajnih-nagodbi-2014-02-21-14-40> (27. rujna 2014.); *Prezentacija Ministarstva financija o*

pristupa predstečajna nagodba je *de facto* samo svojevrsna preffaza stečajnog postupka: nemogućnost postizanja sporazuma između dužnika i njegovih vjerovnika ima za posljedicu otvaranje stečajnog postupka koji je u bitnome ograničen isključivo na interese vjerovnika i koji sve više poprima obilježja proširenog postupka likvidacije dužnika.

3.2. Određivanje položaja društva-dužnika i njegovih manjinskih članova u postupku *debt/equity swapa*

Polazišna točka za postupak predstečajne nagodbe kao formalnopravnog okvira predstečajnog *debt/equity swapa* postavljena je obvezom dužnika da u slučaju nastupanja nelikvidnosti ili insolventnosti sam predloži otvaranje toga postupka (čl. 39. st. 1. ZFPPN-a). Međutim, u hrvatskom pravnom sustavu ne predviđa se mogućnost pokretanja postupka predstečajne nagodbe protivno volji dužnika, kao ni mogućnost provedbe *debt/equity swapa* protivno volji dužnika.³³

Članska prava članova društva-dužnika uživaju posebnu ustavnopravnu zaštitu: Ustavom je izričito propisano da se prava stečena ulaganjem kapitala ne mogu umanjiti zakonom niti drugim pravnim aktom (čl. 49. st. 4. Ustava RH). Osim toga, članska prava pripadaju članovima društva, a ne samome društvu, te bi u načelu bilo protivno temeljnim postavkama prava društava da članovi društva kapitala osim uloženi kapitalom odgovaraju (u konkretnome slučaju svojim članskim pravima) za obveze društva.³⁴ Stoga je na zakonodavcu zadatak pronalaska mjera koje će uzimati u obzir pojedinačna Ustavom zajamčena prava pojedinih subjekata i opće interese. Pri tome ustavnosudska praksa čini važnu vodilju po pitanju stvarnog osiguravanja temeljnih prava.

Sa sličnim problemom hrvatski su sudovi bili suočeni već 90-ih godina 20. stoljeća kada je donesen Zakon o sanaciji i restrukturiranju banaka.³⁵ Navedeni Zakon bio je na snazi od 1994. godine do 2000. godine³⁶, a njime su

rezultatima predstečajne nagodbe od 21. veljače 2014., www.mfin.hr/adminmax/docs/Prezentacija.ppt (27. rujna 2014.).

³³ Dužnik nije obavezan ponuditi *debt/equity swap*, ali ako ga ponudi, dužan je kao alternativu ponuditi i neku vrstu plaćanja duga (čl. 46. st. 1. ZFPPN-a).

³⁴ Rješenje Ustavnog suda broj U-I-4120/2003 i dr. od 21. veljače 2007., Narodne novine, br. 36/2007.

³⁵ Zakon o sanaciji i restrukturiranju banaka (Narodne novine, br. 44/1994 i 161/1998).

³⁶ Zakon je prestao važiti donošenjem Zakona o prestanku važenja Zakona o sanaciji i restrukturiranju banaka (Narodne novine, br. 52/2000).

bili regulirani mehanizmi i prava subjekata u postupku preustroja i sanacije banaka.³⁷ Ako su bili ispunjeni svi zakonom definirani kriteriji, banke koje su bile u financijskim poteškoćama mogle su biti prisilno sanirane odlukom Vlade RH, čime su članovi društva mogli biti u cijelosti isključeni iz članstva. USRH, iako nije izravno analizirao ustavnost samog zakona³⁸, izvršio je dubinsku analizu predmetne problematike kako bi utvrdio jesu li povrijeđena prava isključenih članova društva. U sklopu toga Ustavni sud utvrdio je da u slučaju kada je smanjenje temeljnog kapitala u društvu provedeno u skladu s važećim pravnim propisima na glavnoj skupštini, a ti pravni propisi oslikavaju temeljne ustavne vrijednosti u sferi gospodarskog prava, formalno smanjenje članskih prava nije protuustavno ako je posljedica faktičnog smanjenja vrijednosti društva.³⁹ U analizi utjecaja *debt/equity swap* na članska prava razmatranja Ustavnog suda mogu poslužiti kao smjernica za identifikaciju minimalnih kriterija zaštite ustavnih prava. Ustavni sud zauzeo je jasan stav da članovi društva dobrovoljno preuzimaju rizik⁴⁰ propasti njihovih uloga u društvu-dužniku te da slučajevi u kojima članovi društva gube svoja prava u društvu na temelju lošeg poslovanja društva ne predstavljaju prisilno ograničenje prava, već regulaciju situacije nastupa negativnog ishoda preuzetog rizika.⁴¹ Međutim, valja uzeti u obzir da je hrvatski zakonodavac odlučio *debt/equity swap* uvrstiti u odredbe ZFPPN-a, koji uređuje slučajeve u kojima barem *prima facie* još nije nastupilo potpuno obezvrjeđenje udjela u društvu-dužniku i koji upravo prethode stečajnome postupku. Naprotiv, prema hrvatskom rješenju, a za razliku od modela primijenjenih u Njemačkoj odnosno SAD-u, u slučaju pokretanja postupka predstečajne nagodbe sam stečajni postupak još nije ni započeo, već je cilj postupka predstečajne nagodbe upravo spriječiti otvaranje stečajnog postupka.

³⁷ Sličan potez, iako nešto drukčijim pristupom, povukla je i SR Njemačka u jeku financijske krize. Vidjeti Wolfers, B.; Rau, M., *Enteignung zur Stabilisierung des Finanzmarktes: Das Rettungsübernahmegesetz*, Neue Juristische Wochenschrift, br. 19, 2009., str. 1297 i slj.

³⁸ Vidjeti Odluku ustavnog suda U-II-1706/2005 od 8. srpnja 2013., t. 15.2.

³⁹ To proizlazi iz odluke Ustavnog suda U-III-1706/2005 od 8. srpnja 2013. u kojoj se Ustavni sud poziva na presudu Visokog trgovačkog suda IV Pž-7613/06-3 od 10. lipnja 2009. koja se temeljila upravo na analizi provedbe promjene vrijednosti temeljnog kapitala i u cijelosti potvrđuje presudu Trgovačkog suda u Zagrebu XLIII P-4568/04-15 od 3. srpnja 2006.

⁴⁰ Slično i Reul, A., *Grundrechte und Vertragsfreiheit im Gesellschaftsrecht*, Deutsche Notar-Zeitschrift, br. 3, 2007., str. 184, 196, 202 i slj.

⁴¹ Vidjeti Odluku Ustavnog suda Republike Hrvatske o odbijanju ustavne tužbe, U-III-74/2006 od 6. prosinca 2006.

Zbog toga ne postoji ni odluka suda kojom bi se potvrdilo gospodarsku neodrživost društva-dužnika (tzv. *economic failure*) na kojoj bi se mogla temeljiti pretpostavka o potpunoj bezvrijednosti udjela u društvu-dužniku. Štoviše, izrazito je složen zadatak utvrditi stvarnu gospodarsku vrijednost društva-dužnika. Poteškoće u vrednovanju statusa društva prije samog stečajnog postupka nastaju zbog razilaženja knjigovodstvene vrijednosti društva-dužnika od njegove stvarne vrijednosti. Tako društvo može imati pozitivnu trgovačku bilancu u kojoj se, međutim, znatan dio aktive sastoji od nenaplativih tražbina koje nisu otpisane. U takvom slučaju članska prava još imaju formalnu vrijednost, međutim više nemaju stvarnu ekonomsku vrijednost. Slučaj također može postojati u obratnoj konstelaciji u kojoj iz trgovačke bilance proizlazi da je određeno društvo prezaduženo, ali su vrijednosti pojedinih stvari (redovito nekretnina) ili prava (primjerice patenata) podcijenjene.⁴² Predstečajna nagodba može se pokrenuti i u slučajevima u kojima aktiva nadmašuje pasivu formalno i faktički, ali nedostatak novčanih sredstava sprečava uredno poslovanje društva-dužnika.

Odluka tijela vlasti, međutim, nužno je potrebna jer isključivo iz nje pravno obvezujuće može proizlaziti da je dužnik insolventan odnosno da više ne može ispunjavati svrhu za koju je osnovan, a time i da članska prava upravljanja gube svoju svrhu. Ako bi se dopustilo ograničenje članskih prava isključivo na temelju statističkih pokazatelja te prije stvarnog utvrđenja činjeničnog stanja, rezultat bi bio ograničenje prava isključivo na temelju prejudiciranja baziranom na vjerojatnosti stečaja društva-dužnika. Takvo postupanje bilo bi izravno u suprotnosti s ustavnim jamstvom zaštite prava stečenih ulaganjem kapitala. S druge bi strane utvrđenje svih relevantnih činjenica u predstečajnom postupku znatno odužilo trajanje postupka. Stoga na temelju svega navedenog nije moguće na početku predstečajnog postupka presumirati da je vrijednost udjela u društvu jednaka nuli. Jedino u slučaju kada članska prava ekonomski nemaju nikakvu vrijednost moguće je konstruirati pravni okvir koji bi omogućio vanjski utjecaj na članska prava, a da je istodobno u skladu s ustavnopravnim jamstvom zaštite prava stečenih ulaganjem kapitala.⁴³

⁴² O računovodstvenim problemima prikaza realne vrijednosti posebno s naglaskom na tzv. *true & fair view* Friganović, M., *Kreativno računovodstvo i upravljanje zaradama*, Računovodstvo i porezi, br. 48, 2008., str. 86; Gračanin, Š.; Kalać, E., *Utjecaj računovodstva fer vrijednosti na krizu u bankarskom sektoru EU i SAD*, Ekonomska istraživanja, vol. 24, br. 2, lipanj 2011., str. 126. i slj.

⁴³ Osim navedenog slučaja također je problematičan slučaj u kojemu fizička osoba jamči za obveze pravne osobe. Detaljnije o ovome pitanju u: Guzić, *op. cit.* u bilj. 26, str. 36.

Komparativno promatrano, provedba *debt/equity swapa* protiv volje dužnika jedno je od "zadnjih sredstava" te, uz određene varijacije i ovisno o nacionalnoj dogmatici, redovito se dozvoljava tek kada članska prava u društvu-dužniku izgube svaku realnu vrijednost ili je barem izgledno da je vrijednost udjela jednaka nuli. Kako prema hrvatskom rješenju koje predviđa *debt/equity swap* u koraku koji prethodi mogućem stečajnom postupku, za razliku od modela stečajnog *debt/equity swapa* u SRNJ-u i SAD-u, ni ne postoji visoki stupanj sigurnosti da bi stečajni postupak završio likvidacijom, čime bi i prestala postojeca članska prava, hrvatski zakonodavac u potpunosti ispravno nije omogućio provedbu *debt/equity swapa* protivno volji dužnika u postupku predstečajne nagodbe.

3.3. Postupak promjene iznosa temeljnog kapitala

Kako ZFPPN navodi da se na postupak donošenja odluke o povećanju temeljnog kapitala dužnika u sklopu predstečajne nagodbe primjenjuje ZTD u svim pitanjima osim u pogledu procjene vrijednosti (čl. 46. st. 7. ZFPPN-a), nužno je provesti uobičajenu proceduru koju predviđa ZTD.⁴⁴ Prema novijoj sudskoj praksi navedeno podrazumijeva i rješavanje odgovarajućih pitanja u vezi s ustrojstvom društva te smanjenje odnosno povećanje kapitala prije sklanjanja same predstečajne nagodbe.⁴⁵ ZTD ne razlikuje postupke smanjenja odnosno povećanja temeljnog kapitala prema njihovoj svrsi.⁴⁶ Stoga je potrebno u sklopu predstečajne nagodbe održati glavnu skupštinu na kojoj se tročetvrtinskom većinom prisutnih članova društva, odnosno drugom većinom ako je takva propisana temeljnim aktom društva-dužnika, odlučuje o pitanju povećanja temeljnog kapitala (čl. 304. st. 1. ZTD-a za d. d. odnosno čl. 457. st. 1. i čl. 455. st. 1. ZTD-a za d. o. o.). Ako članovi društva ne izglasaju povećanje temeljnog kapitala, neće biti moguće provesti *debt/equity swap* te se postupak predstečajne nagodbe obustavlja.

⁴⁴ Zakon o trgovačkim društvima (Narodne novine, br. 1/1993, 34/1999, 121/1999, 52/2000, 118/2003, 107/2007, 146/2008, 137/2009, 152/2011, 111/2012 i 68/2013). Detaljnije o tijeku postupka i ulogama stranaka u postupku s naglaskom na strukturi i implementaciji pojedinih instituta u: Brkanić, *op. cit.* u bilj. 30, str. 5 – 8. Potrebno je istaknuti da predmetne odredbe ZTD-a o smanjenju i povećanju temeljnog kapitala moraju biti u skladu s odredbama tzv. 2. direktive o pravu društava (Službeni list EU, L 315/74 od 14. prosinca 2012.).

⁴⁵ Rješenje Visokog trgovačkog suda Republike Hrvatske Pž-1363/14-3 od 31. ožujka 2014., str. 6.

⁴⁶ Barbić, J., *Društva Kapitala*, sv. 1, 6. izd., Organizator, Zagreb, 2013., str. 1269.

Nadalje, problematično je u ovom kontekstu pravo prvenstva dosadašnjih članova društva-dužnika (čl. 308. odnosno čl. 457. st. 4. ZTD-a) koje dovodi do konflikta s ciljevima provedbe financijskog restrukturiranja i sprečavanja otvaranja stečajnog postupka. Pri tome valja imati na umu da je za samu odluku o povećanju temeljnog kapitala potrebna većina od 3/4 članova društva. Ako postoji odgovarajuća većina članova društva-dužnika koja bi izglasala povećanje temeljnog kapitala u sklopu *debt/equity swapa* (čl. 63. st. 2. al. 2. ZFPPN-a), ista ta većina mogla je već i prije pokretanja postupka predstečajne nagodbe provesti sve nužne korake za izmjenu temeljnog kapitala u sklopu koje bi članovi društva-dužnika zadržali svoj dosadašnji položaj i sami sanirali dužnika. Iz navedenog proizlazi kako je pitanje sudjelovanja članova društva u povećanju temeljnog kapitala prije svega problem sudjelovanja manjinskih članova društva. Stoga je potrebno utvrditi jesu li prava manjinskih članova društva za zaštitom udjela u temeljnom kapitalu u ustavnopravnom kontekstu jača od interesa većinskih članova društva-dužnika odnosno interesa zaštite društva u cjelini.

3.4. Ustavnopravno vrednovanje prisilnog smanjenja članskih udjela manjinskih članova društva

Osim upravo obrađenog pitanja isključenja prava prvenstva članova društva-dužnika u potencijalnoj dokapitalizaciji, ključno je pitanje odnosa prema pravu većinskih članova društva da bez pristanka manjinskih članova izvrše promjenu temeljnog kapitala društva. U svrhu rješavanja pitanja ponovno može poslužiti praksa Ustavnog suda, koja detaljnije definira članska prava manjinskih članova društva. Ustavni sud naglašava razliku između prava vlasništva i članskog prava u društvu te izričito niječe da bi člansko pravo u dioničkom društvu predstavljalo pravo vlasništva u stvarnopravnom smislu.⁴⁷ Zbog toga na umanjenje ili gubitak članskih prava dosadašnjih članova društva ne mogu se primijeniti isti kriteriji kao i na izvlaštenje prava vlasništva. Štoviše, nužno je razmatrati specifičan položaj člana društva koji je on dobrovoljno zauzeo u društvu uplativši dio temeljnog kapitala.⁴⁸

Ulaganjem u društvo kapitala, član društva stječe članski udio koji sa sobom nosi imovinsku i upravljačku komponentu. Pri tome upravljačka komponenta

⁴⁷ Stalna sudska praksa Ustavnog suda Republike Hrvatske. Vidjeti primjerice rješenje Ustavnog suda U-I-4120/2003.

⁴⁸ Rješenje Ustavnog suda U-I-4120/2003.

slijedi postavku prava društava prema kojoj se upravljački utjecaj u društvu ne vrši izravno, već kroz odluke na glavnoj skupštini društva. Time član društva koji drži relativno veći udio u društvu neće nužno imati izravno i veći utjecaj na upravljanje društvom.⁴⁹ U predmetnom slučaju problematično je to što se upravljačka prava većinskih članova društva koriste u svrhu smanjenja imovinskih prava manjinskih članova društva, pri čemu dolazi do izravnog sukoba između članskih prava navedenih dviju skupina članova društva.

USRH odlučivao je o sličnoj problematici u odnosu na prijenos dionica uz plaćanje otpremnine (tzv. *squeeze out*) o pitanju prisilnog isključenja iz članstva u društvu.⁵⁰ I ovdje je Ustavni sud, pozivajući se na odredbu čl. 16. Ustava, opravdao ograničenje prava manjinskih dioničara time što su svjesno i uz odgovarajući manji rizik postali manjinski članovi društva⁵¹, istaknuvši kako im je s obzirom na njihov udio u društvu upravljačka komponenta praktički nepostojeća.⁵² Nadalje je Ustavni sud utvrdio da, iako je upravljačka komponenta zanemariva, članovima društva svakako pripada odgovarajuća zaštita imovinske komponente njihovih prava. Kako zakonsko rješenje jamči zaštitu imovinske komponente njihovih članskih prava isplatom tržišne vrijednosti, Ustavni sud zaključuje da je zbog razmjera upravljačkih prava u korist većinskih članova društva te "općeg interesa" *squeeze out* valjano rješenje.^{53,54}

⁴⁹ Ako primjerice član A drži udio od 96 %, član B 1 %, a član C 3 %, unatoč činjenici da član C drži tri puta veći udio u društvu od člana B, neće imati nikakva veća upravljačka prava jer pravo društava ne poznaje razliku u upravljačkim pravima između članova društva koji drže 1 % i 3 %.

⁵⁰ Rješenje Ustavnog suda U-I-4120/2003.

⁵¹ O značenju udjela i članske strukture u društvu za prava pojedinih članova: Stumpf, C., *Grundrechtsschutz im Aktienrecht*, Neue Juristische Wochenschrift, br. 1, 2003., str. 9 i slj.

⁵² Pri tome je nebitno je li ili nije u trenutku kada su manjinski članovi prihvatili razinu svojih članskih prava postojao jedan većinski član društva jer je promjenljivost članstva u društvu također sastavni dio rizika. Posebno o mogućnosti kombiniranja članskih prava više članova društva da bi se dostigao odgovarajući udio kojim se može utjecati na prava manjine u njemačkome pravu: Ehrlicke, U.; Roth, M., *Squeeze-out im geplanten deutschen Übernahmerecht*, Deutsches Steuerrecht, br. 27, 2001., str. 1120, 1122.

⁵³ Istom se argumentacijom u sličnome slučaju u kojemu je bila riječ o prisilnom isključenju članova vodio i njemački Savezni ustavni sud: BVerfG NJW 2001, god. 2001., br. 9, str. 279, 280.

⁵⁴ Da se i u europskoj perspektivi prihvatilo takvo ograničenje manjinskih vjerovnika, moguće je uočiti i u smjernici Europske unije 2004/25/EG, koja regulira tzv. "*squeeze out* pri spajanju", koji je i SRNJ uvrstila u svoj pravni sustav. Više o tome institutu

Stoga je stav Ustavnoga suda da isključenje manjinskih članova iz članstva u društvu načelno nije protuustavno ako su upravljačka prava zanemariva, a za imovinska prava izvršeno plaćanje pravične naknade. U postupku *debt/equity swapa*, međutim, ne postoji pravična naknada, već se on provodi u svrhu sanacije društva. Stoga je za provjeru ustavnosti te mjere nužno utvrditi je li sanacija društva valjana osnova za umanjenje vrijednosti udjela (svih, pa tako i) manjinskih članova društva-dužnika koji se protive takvoj odluci.⁵⁵ Naime, kako u trenutku otvaranja postupka predstečajne nagodbe još nije posve sigurno nastupanje stanja prezaduženosti odnosno otvaranje samog stečaja, isključenje imovinske komponente u cijelosti ne bi bilo opravdano jer nije sigurno da je vrijednost članskih prava jednaka nuli. U postupku *debt/equity swapa*, međutim, redovito neće doći do potpunog isključenja postojećih članskih prava, već do proporcionalnog smanjenja njihova udjela ovisno o omjeru preostale vrijednosti društva u odnosu na vrijednost unesenih tražbina dosadašnjih vjerovnika. Zasižno, time se manjinskim članovima društva oduzima mogućnost da u budućnosti u dosadašnjem omjeru sudjeluju u društvu. Međutim, takvo ograničenje posljedica je zaštite društva od prijetećeg stečaja. Prijeteći stečaj posljedica je poslovanja društva, a rizik poslovanja jest rizik koji su članovi društva preuzeli dobrovoljno.

Dakle, u konkretnom slučaju realiziraju se dva elementa ograničenja članskih prava: prvi je manjinski udio u društvu dotičnih članova, a drugi je rizik negativnog poslovanja društva. Manjinski status može sam po sebi biti uzrok toga da član društva nema stvarnog utjecaja na odluku o usvajanju predstečajne nagodbe, međutim on ne može biti sam po sebi razlog ograničenja imovinskih prava takvog člana društva. S druge strane, element rizika može samo biti temelj ograničenja članskih prava u mjeri u kojoj se i realizirao. Rizik se u konkretnome slučaju još nije realizirao, a prijeteći stečaj nije siguran pokazatelj nepostojanja imovinske vrijednosti članskih prava. Međutim, pristanak

u: Wilsing, H.-U.; Ogorek, M., *Die Angemessenheitsvermutung beim übernahmehrechtlichen Squeeze Out*, Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht, br. 9, 2009., str. 211.

⁵⁵ Takav se pristup ogleda i u njemačkom pravnom shvaćanju "postojanja uzroka likvidacije" kojim se štiti manjinske članove društva tako što se ukidanja članskih prava ne smiju odvijati izvan ekonomskog konteksta društva. Dakle, nužno je da postoji jasan gospodarski uzrok za smanjenje odnosno ukidanje njihovih članskih prava bez adekvatne naknade. Više o toj problematici u: Hanau, H., *Der Bestandschutz der Mitgliedschaft anlässlich der Einführung des 'Squeeze Out' im Aktienrecht – Zur Verfassungsmäßigkeit des Zwangsausschlusses*, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, br. 22, 2002., str. 1040, 1044.

na predstečajnu nagodbu logičan je korak u svrhu izbjegavanja stečaja (rizika smanjenja članskih prava na nulu).

Primjereno tomu, prisilno smanjenje udjela manjinskih članova u društvu vođeno je svrhom zaštite društva od rizika nastupanja stečaja te ne predstavlja kršenje članskih prava. Međutim, odgovornost za rizik može se prostirati samo do one mjere do koje se rizik i realizirao, a manjinska imovinska prava ostaju nedirnuta u mjeri u kojoj ona još imaju stvarnu vrijednost. Time se provedba *debt/equity swapa* protivno volji manjinskih članova društva-dužnika mora smatrati valjanom uvijek kada je postupak predstečajne nagodbe pokrenut na temelju valjanih razloga, međutim zbog toga ne bi smjela biti isključena mogućnost pravne zaštite manjinskih članova društva protiv smanjivanja njihove imovinske komponente ispod one razine koja bi im pripala u slučaju provedbe stečaja i koja bi se trebala određivati prema stečajnoj vrijednosti članskih prava.

3.5. Položaj manjinskih vjerovnika u postupku *debt/equity swapa*

Posebnu važnost u postupku predstečajne nagodbe imaju tražbine vjerovnika. Njihova vrsta odnosno podrijetlo definira pripadnost određenoj skupini vjerovnika u postupku (čl. 63. st. 1. ZFPPN-a), a njihov nominalni iznos određuje položaj unutar pojedine skupine (čl. 63. st. 2. ZFPPN-a) i u znatnoj mjeri i utjecaj u postupku općenito. Međutim, osim same pravne komponente, zbog posebnosti postupka predstečajne nagodbe općenito te *debt/equity swapa* posebno moraju se razmotriti i pojedini ekonomski faktori. Tako će vjerovnik koji ima veću novčanu tražbinu nakon provedbe postupka s obzirom na financijsku situaciju dužnika te provedene mjere sanacije i reprogram duga imati i veći faktični gubitak u odnosu na bilančne vrijednosti tražbine prema tom dužniku. Također će reakcija vjerovnika na gubitak u znatnome varirati ovisno o vrsti tražbina, osiguranju i njihovoj vlastitoj pravnoj strukturi. Tako kreditne institucije imaju složene mehanizme zaštite u slučaju gubitaka zbog tzv. "loših kredita" te će ih u normalnim okolnostima moći kompenzirati s dobiti iz drugih poslova. Veliki će poduzetnici također u svoje cijene znatno lakše uračunati rizik od neplaćanja od strane pojedinačnih dužnika nego što su to u stanju učiniti srednji i mali poduzetnici. Zapravo je ekonomski faktor odnosa opsega ukupnog poslovanja i poslovanja s konkretnim dužnikom presudan za određivanje značenja nemogućnosti naplate pojedine tražbine.⁵⁶ Iz navedenog

⁵⁶ Problem bitnih kooperanata društva u stečaju koji se očituje u gubitku znatnog dijela poslovanja i otpisa tražbina redovito dovodi do tzv. domino efekta ili strukturalnog rizika koji kao rezultat stečaja jednog društva redovito povlači i stečaj

je razvidno da većinski vjerovnici redovito imaju interes za provedbu *debt/equity swapa* jer, makar i uz veći gubitak dijela svojih tražbina, zauzvrat dobivaju mogućnost sudjelovanja u upravljanju dužnikom i povratu otpisanih tražbina iz udjela u budućoj dobiti sadašnjeg društva-dužnika u kojemu stječu udjele.

Apsolutna većina tražbina temeljit će se na obvezama dužnika koje proizlaze, posredno ili neposredno, iz pravnih poslova.⁵⁷ U slučaju kada se kod dužnika pojave financijske poteškoće te on nije u stanju ispuniti svoje obveze sukladno ugovoru, vjerovniku može nastati znatna šteta. Ta šteta je još veća ako vjerovnik s obzirom na obujam i vrstu odnosa s dužnikom ovisi o urednom ispunjavanju dužnikovih obaveza. Preslika li se navedena situacija na postupak *debt/equity swapa* u Hrvatskoj, otvaraju se mnogobrojna pitanja u pogledu zaštite Ustavom zajamčenih prava svih onih vjerovnika koji su na temelju ZFPPN-a prisiljeni odreći se dijela svojih tražbina ili ih pretvoriti u članske udjele u dužniku. Posljedica provedbe postupka predstečajne nagodbe bez obzira je li u nju uključen *debt/equity swap* ili ne, nužno će utjecati na devalvaciju tražbina vjerovnika.⁵⁸

Društva kapitala jamče naplativost tražbina prema njima isključivo svojom imovinom. Primjereno tomu, svatko tko se upusti u pravni posao s društvom kapitala preuzima rizik da predmetna imovina neće biti dostatna za naplatu njegovih tražbina. Vjerovniku stoji na raspolaganju niz zakonskih sredstava osiguranja svoje tražbine⁵⁹ te je sam odgovoran za vlastite pravne poslove. Apsolutna naplata nije Ustavom zajamčeno pravo vjerovnika. Naprotiv, Ustav u čl. 49. isključivo jamči jednak pravni položaj na tržištu te je jedini zadatak

onih društava čije je poslovanje izrazito intenzivno vezano uz poslovanje društva u stečaju. Vidjeti United Nations, *UNCITRAL Legislative Guide on Insolvency Law*, New York, 2005., str. 157, dostupan na: http://www.uncitral.org/pdf/english/texts/insolven/05-80722_Ebook.pdf.

⁵⁷ Moguće je i postojanje tražbina na temelju izvanugovornih odnosa. Međutim, stečajni postupak, jednako kao i postupak predstečajne nagodbe, pridaje dominantnu važnost tražbinama koje proizlaze iz ugovornih odnosa.

⁵⁸ Za mogući pristup procjeni vrijednosti tražbina u svrhu pretvaranja istih u udjele u dosadašnjem dužniku vidi i Gulin, D., *Po kojoj vrijednosti se pretvara tražbina vjerovnika u kapital dužnika u postupku predstečajne nagodbe*, Računovodstvo i financije, br. 11, 2013., str. 43.

⁵⁹ Primjerice ugovaranje založnog prava (čl. 297. i slj. Zakona o vlasništvu i drugim stvarnim pravima – Narodne novine, br. 1/1996, 68/1998, 137/1999, 22/2000, 73/2000, 114/2001, 79/2006, 141/2006, 146/2008, 38/2009, 153/2009, 143/2012 i 152/2014) te izdavanje bankarske garancije (čl. 1039. i slj. Zakona o obveznim odnosima – Narodne novine, br. 35/2005, 41/2008 i 125/2011).

zakonodavca sukladno temeljnim Ustavnim vrijednostima odrediti način naplate vjerovnika u slučaju nedostatka imovine (osobito kapitala) dužnika kako bi osigurao pravedan odnos takvog dužnika prema svim vjerovnicima.⁶⁰ Dakle, za mjerodavnu referentnu točku ne može se uzeti cjelokupna tražbina, već isključivo onaj njezin dio koji je naplativ. Ako predstečajna nagodba ne uspije ili se iz zakonom predviđenih razloga uopće ne provede, redovito će doći do pokretanja stečajnog postupka.

Za provedbu *debt/equity swapa* unutar postupka predstečajne nagodbe potrebna je suglasnost vjerovnika koji u svakoj skupini drže više od polovine tražbina ili suglasnost vjerovnika koji drže više od 2/3 ukupnih tražbina prema dužniku (čl. 63. ZFPPN-a). Pri tome su i oni vjerovnici koji se ne slažu s provođenjem *debt/equity swapa*, a u svakoj skupini vjerovnika čine manje od 50 % tražbina odnosno manje od 1/3 ukupnih tražbina, prisiljeni sudjelovati u postupku predstečajne nagodbe ako navedena većina tako odluči.⁶¹ Time se formalna tražbina manjinskih vjerovnika protiv njihove volje ili pretvara u članska prava u dužniku ili se smanjuje za iznos koji je prihvatila većina. Vjerovnici provedbom *debt/equity swapa* gube ne samo svoje tražbine kao formalne zahtjeve već i mogućnost da te zahtjeve realiziraju u onoj mjeri u kojoj bi se mogli naplatiti da je došlo do stečaja. Iako je opasnost zlouporabe položaja većinskih vjerovnika utoliko umanjena da ponuda udjela mora slijediti načelo razmjernosti (čl. 46. st. 3. ZFPPN-a), time se položaj osobito manjih vjerovnika ne popravlja znatno, iz čega postaje razvidno kako na strani vjerovnika poteškoće povezane s preoblikovanjem tražbina u udjele prije svega nastupaju u obliku problema zaštite prava manjinskih vjerovnika.

3.6. Ustavnopravno vrednovanje položaja manjinskih vjerovnika

Dok kreditne institucije, ustanove javnog prava i veliki koncerni redovito neće ovisiti o ishodu jednog (pred)stečajnog postupka, obrtnici, poljoprivred-

⁶⁰ Rješenje o neprihvatanju prijedloga za ocjenu akata zakonodavnog tijela U-I-198/2001 od 11. siječnja 2006.

⁶¹ Znatno smanjenje vrijednosti tražbina vjerovnika primljeno je u znanosti i praksi izrazito kritično. Tako se primjerice u odnosu na ovu temu moglo čuti stavove koji otpis ili pretvorbu tražbina karakteriziraju kao "krađu" odnosno "nemoralnu, nepristojnu i diskriminatornu ponudu", temeljeći takve stavove na činjenici da se postojeće tražbine smanjuje znatno ispod njihove nominalne vrijednosti. Vidjeti Brkanić, V., *Nerealna očekivanja od Zakona koji bi trebao otkloniti financijski nered*, Računovodstvo, revizija i financije, br. 9, 2012., str. 19, 21 (povodom Prijedloga Zakona o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi).

nici i manja trgovačka društva koja će imati svega fragment ukupnih tražbina raspoložu sa znatno manjim marginama za poslovne gubitke, zbog čega znatno teže podnose *debt/equity swap*. Veliki vjerovnici redovito mogu prihvaćati rizičnije opcije ako su one s obzirom na rizik i dugoročnu isplativost povoljnije, dok će manji vjerovnici imati znatno veću potrebu za izravnim prihodima kako bi zaštitili svoju likvidnost. Isto tako, prihvaćanjem *debt/equity swapa* vjerovnici preuzimaju i gospodarski rizik sudjelovanja u društvu koje je već jednom zapalo u financijske poteškoće te će osobito mali i srednje veliki poduzetnici biti u situaciji da će zbog sigurnosti vlastita poslovanja imati interes izabrati manje rizičnu opciju obročne otplate uz otpis dijela duga. Stoga trenutčno rješenje *debt/equity swapa* vjerovnike s manjim tražbinama stavlja faktično u neravnopravan položaj u kojemu moraju zapostaviti svoje ekonomske potrebe kako bi se slijedilo ekonomske interese većih vjerovnika te državne makroekonomske interese.⁶² Kako će u takvom scenariju postojati izravan sukob različitih ustavnopravno relevantnih interesa, potrebno je utvrditi pruža li trenutčno zakonsko rješenje manjinskim vjerovnicima dostatnu zaštitu.

Ustav Republike Hrvatske jamči poduzetničku i tržišnu slobodu (čl. 49. st. 1.), kao i jednak pravni položaj na tržištu (čl. 49. st. 2.). Te odredbe pojačane su odredbama čl. 3. Ustava, prema kojemu je jednakost temeljna vrednota ustavnog poretka. Razgraničenje između prava većinskih i manjinskih vjerovnika te utjecaj javnog interesa na distribuciju prava i vrijednosti pri tome stvaraju snažnu friciju u provedbi samog ZFPPN-a. Zakonska regulacija kojom se potiče *debt/equity swap* i prisiljava manjinske vjerovnike da sudjeluju u postupku stoga bi mogla predstavljati povredu njihova temeljnog prava na jednakopravnost. Međutim, sama inkorporacija ekonomskih razmatranja u zakone uobičajen je postupak pri donošenju zakona iz predmetnih pravnih područja. Stoga pitanje ustavnosti nije usmjereno primarno na identifikaciju ekonomskih elemenata, već na postojanje minimuma zaštite manjinskih vjerovnika.

Gospodarska sloboda duboko je usađena u temelje hrvatskog pravnog poretka i ključna je sastavnica uređenja prava između gospodarskih subjekata.⁶³

⁶² Pri uvođenju predstečajne nagodbe kao jedan od temeljnih ciljeva isticano je “spašavanje radnih mjesta”; vidi <http://www.mfin.hr/hr/novosti/prezentacija-zakona-ofinancijskom-poslovanju-i-predstečajnoj-nagodbi-2012> (28. rujna 2014.). Međutim, iz Nacrta ZFPPN-a proizlazi i niz drugih ciljeva zakona kao što je smanjenje udjela kreditnog financiranja putem *debt/equity swapa*, <http://www.mfin.hr/adminmax/docs/zakon%20o%20financijskom%20poslovanjux.pdf> (28. rujna 2014.).

⁶³ Ograničenja prava gospodarskih subjekata moguća su samo iznimno (čl. 50. st. 2.). Odredba o “iznimnosti” ograničenja izrazito je važna u predmetnom kontekstu.

Prethodno je predstavljen stav Ustavnog suda po pitanju prava manjinskih članova društva. Međutim, kategorije manjinskih vjerovnika i manjinskih članova društva nisu pogodne za izravnu usporedbu. Naime, između njih postoji veći broj bitnih razlika zbog kojih se njihov položaj ne može poistovjetiti. Manjinski članovi društva su prije svega dobrovoljno pristali na položaj u društvu, dok između vjerovnika ne postoji nikakav pravni odnos na koji su izričito dobrovoljno pristali. Nadalje, članska prava nisu zaštićena ustavnim jamstvom prava vlasništva, dok tražbine uživaju vlasničkopravnu zaštitu.⁶⁴ Svemu tomu treba pridodati da u slučaju članskih prava postoji jednostavnija konstelacija u kojoj se članska prava smanjuju, dok se tražbine ili smanjuju ili preoblikuju ili pretvaraju u članska prava. Razmatrajući sve navedene razlike, potrebno je utvrditi u kojoj mjeri one mijenjaju ustavnopravni okvir problematike.

Prije svega je nužno utvrditi pravni položaj manjinskih vjerovnika u postupku predstečajne nagodbe. Iako manjinski vjerovnici nisu dobrovoljno stupili u pravni odnos s drugim vjerovnicima, njihovo sudjelovanje u postupku predstečajne nagodbe rezultat je njihova slobodnog izbora stupanja u pravni odnos s dužnikom. Vjerovnici su dakle svjesno stvorili pravni odnos s dužnikom znajući za rizik nemogućnosti plaćanja, a time sebe doveli u situaciju sudjelovanja u predstečajnoj nagodbi. Predstečajna nagodba ujedno je i strukturirana slično stečajnom postupku, samo s nešto drukčijom svrhom. Stoga je neupitno da je predstečajna nagodba rezultat legitimne regulacije od strane zakonodavca.

Međutim, u predmetnom slučaju vjerovnicima je ugroženo i pravo vlasništva. Naime, manjinski vjerovnici nakon usvajanja plana predstečajne nagodbe imaju dvije opcije: prihvatiti *debt/equity swap* ili prihvatiti umanjenu tražbinu. Time se manjinske vjerovnike stavlja pred gotov čin odustajanja od dijela tražbina koji možda nije u skladu sa stvarnom mogućnošću naplate ili ulaska u člansku strukturu društva. Kao što je prethodno izloženo, ekonomske prilike znatno će utjecati na odluke vjerovnika u vezi s *debt/equity swapom* te su mogući scenariji u kojima se vjerovniku stavlja na raspolaganje prihvaćanje *debt/equity swapa* ili umanjenja tražbine ispod njezine stvarne (stečajne) vrijednosti. Dakle, udio naplativosti tražbine definira minimum na koji bi manjinski vjerovnik imao pravo u slučaju provođenja stečajnog postupka s likvidacijom

Naime, ona implicira da ograničenje može predstavljati samo zadnje sredstvo kada "uobičajene" metode nisu dostatne za osiguranje navedenih vrijednosti.

⁶⁴ Ustavni sud se i u stečajnim postupcima pozivao na zaštitu prava vlasništva u svrhu osiguranja naplate (u predmetnome slučaju ovršnih) tražbina. Vidjeti Odluku Ustavnog suda U-III-4335/2010 od 10. rujna 2013.

društva-dužnika.⁶⁵ Pri tome je činjenica da članski udio u društvu odgovara stvarnoj stečajnoj protuvrijednosti tražbine irelevantna jer je članstvo u društvu vezano uz dodatne rizike poslovanja, a time neusporedivo sa zadržavanjem dijela tražbine vjerovnika. Time se hrvatsko pravno shvaćanje djelomično poklapa s njemačkim i američkim modelom obveznog sudjelovanja u predstečajnoj nagodbi pod uvjetom da se ne pogoršava položaj manjinskih vjerovnika.

3.7. Posljedice za postupke predstečajne nagodbe u kojima se koristi instrument *debt/equity swapa*

Iz svega navedenog proizlazi da je *debt/equity swap* načelno ustavan i zakonit mehanizam sanacije. Međutim, posebnost ugroženog položaja manjinskih članova društva i manjinskih vjerovnika nužno za sobom povlači njihovo pravo na sudsku zaštitu od mogućeg gubitka preostale materijalne vrijednosti koja im pripada. Tako se članovima društva ne bi smjelo moći oduzeti članska prava u većem omjeru od pada faktične vrijednosti tih članskih prava, a vjerovnicima bi trebala preostati barem mogućnost naplate u onoj mjeri u kojoj bi se naplatili u stečajnom postupku. Time manjinska imovinska prava mogu biti izvor pravne nesigurnosti i ugroziti cjelokupan postupak *debt/equity swapa*. Kako bi se spriječio scenarij u kojem nakon provedbe *debt/equity swapa* uslijedi niz tužbi zbog naknade štete, nužno je u samom postupku predstečajne nagodbe utvrditi konkretnu financijsku situaciju dužnika.

Ako bi se u postupku utvrdilo da je dužnik prezadužen, zbog čega članska prava imaju vrijednost nula, time ni manjinski članovi nemaju pravo ni na kakvu naknadu te je dopušten svaki sporazum u sklopu *debt/equity swapa*. U odnosu na tražbine vjerovnika situacija je nešto složenija. Oni će, naime, u stečajnom postupku često imati mogućnost barem djelomične naplate. Ako bi se u postupku predstečajne nagodbe utvrdilo kako je prezaduženost dužnika tolika da bi se u stečajnome postupku vjerovnici naplatili sa 30 ili manje posto, načelno je opet dopušten svaki *debt/equity swap* jer ZFPPN predviđa da se kao alternativa *debt/equity swapu* mora ponuditi barem isplata 30 % tražbine te

⁶⁵ Brkanić, *op. cit.* u bilj. 30, str. 22, postavlja pitanje: "Kako će vjerovnici osigurati svojim radnicima redovitu isplatu plaće ako moraju socijalizirati dužnikove gubitke i njegove loše poslovne odluke?" Na temelju prethodne analize može se zaključiti da je predmetno pitanje uvjetno opravdano. Naime, u mjeri u kojoj smanjena nominalna tražbina odgovara stvarnoj stečajnoj vrijednosti tražbine zapravo je riječ o "lošim" poslovnim odlukama samog vjerovnika, dok bi daljnje smanjenje uistinu značilo (pravno) neprihvatljivo prisilno financiranje dužnika.

da vjerovnici uvijek imaju otvorenu tu opciju. Ako bi se vjerovnici u stečaju naplatili u postotku većem od 30 %, njihovo je pravo tražiti da se u postupku predstečajne nagodbe naplate barem u dijelu koji je ekvivalentan onome što bi naplatili u stečajnome postupku. Budući da je točan iznos naplative tražbine gotovo nemoguće utvrditi, nužno je u sklopu postupka predstečajne nagodbe izvršiti dubinsku analizu vrijednosti društva-dužnika⁶⁶ kako bi se minimizirao broj sudskih postupaka povezanih s ovom problematikom.⁶⁷

Valja upozoriti još i na element rizika da društvo koje nastavi s poslovanjem ponovno završi u stečaju, ali s dodatno umanjenom imovinom. U takvom slučaju i članska prava, ako su imala još neku vrijednost, i obročno otplačivane tražbine vrlo vjerojatno gube na vrijednosti u odnosu na onu vrijednost koju bi imali da se odmah pokrenuo stečajni postupak. Stoga se postavlja pitanje treba li naprijed navedene mjere uvećati za faktor rizika. Takva kalkulacija zasigurno je smisljena i svrsishodna pri odluci vjerovnika odnosno člana društva o prihvaćanju predstečajne nagodbe, međutim, kako su članovi društva dobrovoljno prihvatili članstvo u društvu koje posluje, a ne samo u imovini društva, a vjerovnici su dobrovoljno prihvatili društvo kao dužnika, obje su skupine unaprijed prihvatile rizik poslovanja te nemaju pravo zahtijevati dodatne povlastice na temelju njega.

4. ZAKLJUČAK

Nelikvidnost i insolventnost konkretni su i mjerljivi rezultati poteškoća u poslovanju društva-dužnika (*financial failure*) koji obvezuju njegovu upravu na pokretanje postupka predstečajne nagodbe. Ako još nije nastupila propast cjelokupnog poslovnog modela (*economic failure*), izgledi za provedbu uspješne sanacije posrnulog trgovačkog društva u ovoj su fazi najveći. Ključno pitanje jest kako će se i u kojem omjeru među sudionicima pothvata spašavanja podijeliti gubitak te kojim će se pravnim instrumentom provesti sanacija dužnika.

Osim stečajnog plana kao klasične poluge stečajnog prava, proteklih godina diljem Europske unije došlo je do alternativnih pristupa rješavanju poslovnih

⁶⁶ Detaljnije o značenju pojedinih elemenata revizije u: Šimunec, N., *Provedba revizije u postupku predstečajne nagodbe*, prilog časopisu Računovodstvo, revizija i financije, br. 11, 2012., str. 39 i slj.

⁶⁷ Stoga treba i kritički ocijeniti problem neuskладivosti kratkih rokova predstečajne nagodbe sa zahtjevnim zadatkom analize vrijednosti društva. Vidjeti Ilak, V., *Novosti u postupku predstečajne nagodbe – Uredba*, Računovodstvo, revizija i financije, br. 1, 2013., str. 49 – 50.

poteškoća gospodarskih subjekata čije je zajedničko obilježje motiviranje uprave dužnika pravodobno pokrenuti postupak sanacije. U tu svrhu često je izvan krutih okvira stečajnog prava u užem smislu riječi stvoren postupak koji pretihodi otvaranju stečajnog postupka te se provodi s bitno smanjenom ulogom suda. Unutar ovih postupaka spašavanja važan je instrument pretvaranje tražbina vjerovnika društva-dužnika u udjele u tom istom društvu, tzv. *debt/equity swap*. Izvorni oblik tog instituta susrećemo u Stečajnom zakonu SAD-a, po uzoru na koji je njemački zakonodavac reformirao svoj Insolvencijski zakon, a njemačko pravo, osobito na području zakona koji se ubrajaju u gospodarsko pravo, već tradicionalno služi kao uzor za uređenje pravnih instituta hrvatskog prava.

Postupak *debt/equity swap* i unutar hrvatskog pravnog sustava otvara dodatan prostor za uspješno restrukturiranje dužnika. Spašavanje radnih mjesta, unaprjeđenje konkurentnosti gospodarstva, povećanje likvidnosti i dugoročna stabilnost fiskalnih prihoda samo su neki od pozitivnih učinaka koje može imati kvalitetna primjena *debt/equity swap*. S druge strane *debt/equity swap* je i izrazito složen institut dalekog dometa i utjecaja na prava svih stranaka u postupku. Njegova primjena u načelu se temelji na dobrovoljnom pristanku društva-dužnika, njegovih članova te odgovarajuće većine vjerovnika.

Trgovačko društvo koje prolazi postupak predstečajne nagodbe u pravilu ne može nastaviti poslovanje bez znatne pomoći vjerovnika, što opravdava dubinska zadiranja u članska prava dosadašnjih članova društva-dužnika. Međutim, u sklopu raspodjele prava među strankama putem *debt/equity swap* primarno su ugroženi oni sudionici u postupku koji mogu biti nadglasani, dakle manjinski članovi društva čiji udio nije dostatan za sprečavanje donošenja odluke o izmjeni temeljnog kapitala, kao i manjinski vjerovnici koji u svakoj skupini vjerovnika čine manje od 50 % tražbina odnosno manje od 1/3 ukupnih tražbina.

Manjinski članovi društva suočeni su s dvama potencijalnim ograničenjima svojih prava, i to u vezi s donošenjem odluke o provedbi samog *debt/equity swap* te u vezi sa zaštitom njihovih članskih prava. Oba se problema, međutim, može utoliko objediniti da postupkom *debt/equity swap* dolazi do korištenja većinskih upravljačkih prava u društvu u svrhu smanjenja udjela manjinskih članova u društvu. Analizirajući praksu Ustavnog suda Republike Hrvatske utvrđeno je kako je za rješavanje ovog pitanja potrebno upravljačku komponentu članskih prava promatrati odvojeno od njihove imovinske komponente. Tako je ustaljeni stav ustavnosudske prakse da članovi društva dobrovoljno pristupaju društvu te prihvaćaju položaj koji odgovara udjelu u društvu, a time

i rizik koji je povezan s držanjem predmetnog udjela. Primjereno tomu načelno je u skladu s hrvatskim pravnim poretkom da manjinski članovi društva i o bitnim pitanjima ne mogu efektivno odlučivati. Međutim, takvo je viđenje ograničeno zaštitom imovinske komponente manjinskih članova društva, pri čemu nominalna vrijednost članskog udjela u većini slučajeva ne odgovara stvarnoj vrijednosti jer se društvo nalazi u predstečajnom postupku. Smanjenje stvarne vrijednosti članskog prava svih, pa tako i manjinskih članova društva u takvoj situaciji rezultat je ostvarenog rizika poslovanja koji su manjinski članovi preuzeli dobrovoljno. Iz svega navedenog proizlazi da je smanjenje članskih prava manjinskih članova društva dopušteno u onoj mjeri u kojoj ono odgovara smanjenju stvarne vrijednosti udjela, dok svako daljnje smanjenje neopravdano zadire u članska prava manjinskih članova.

U odnosu na vjerovnike koji su se izjasnili protiv provođenja *debt/equity swapa* postavilo se slično pitanje kao i u pogledu članova društva. Naime, manjinski vjerovnici prisilno sudjeluju u postupku predstečajne nagodbe ako većina vjerovnika propisana ZFPPN-om tako odluči. Postojeću zaštitu njihovih prava većinski vjerovnici mogu zaobići upravo putem *debt/equity swapa* jer većinski vjerovnici prihvaćanjem preoblikovanja svojih tražbina u poslovne udjele često stječu znatne udjele u društvu-dužniku koji im daju i odgovarajuća upravljačka prava. S druge strane manjinski vjerovnici preoblikovanjem jedino mogu dobiti i manjinska članska prava u kojima će upravljačka komponenta biti zanemarljiva. Uz to, vjerovnici s manjim tražbinama često su i manji gospodarski subjekti kojima je nužan redovit dotok novca. Stoga će većina manjinskih vjerovnika pristati na znatno smanjenje svoje tražbine, dok će većinski vjerovnici u nekim slučajevima stjecanjem udjela u društvu-dužniku putem *debt/equity swapa* ostvariti višestruku korist. S obzirom na to upitno je do koje mjere i u kojim je slučajevima dopušteno ograničiti prava manjinskih vjerovnika. Odgovor pri tome leži u procjeni stvarne vrijednosti tražbina. Naime, predstečajna nagodba jednako kao i stečajni postupak isključivo predstavljaju pravno uređenje situacije ostvarenog rizika društva koje je zapalo u znatne financijske poteškoće. Primjereno tomu, rizik vjerovnika ekvivalentan je riziku članova društva.

U komparativno-pravnoj analizi s odgovarajućim mehanizmima prava SAD-a (*cram down*) odnosno Njemačke (*Obstruktionsverbot*) razvidno je kako u modelu koji je ZFPPN-om uspostavljen u pravnom poretku Republike Hrvatske ne postoji pravni instrument kojim bi ostali sudionici postupka predstečajne nagodbe proveli *debt/equity swap* protivno volji dosadašnjih članova društva-dužnika, zbog čega dosadašnji članovi društva-dužnika *de lege lata* raspoložu

vrlo djelotvornim sredstvom kojim mogu spriječiti ekonomski opravdane postupke *debt/equity swapa*.

Osim toga, niti su trenutačno u zakonskom tekstu dublje razrađeni problemi zaštite prava manjinskih članova društva i manjinskih vjerovnika niti postoji odgovarajuća sudska praksa. Međutim, nužno je stvoriti zadovoljavajuću razinu pravne sigurnosti za sve stranke u postupku; naime, postojeće stanje u kojemu subjekti koji sudjeluju u provedbi *debt/equity swap-a* (a koji mogu biti i potencijalni strateški partneri) osim ekonomskih rizika preuzimaju i pravne rizike mogućih tužbi od strane manjinskih članova odnosno manjinskih vjerovnika ne utječe pozitivno na broj uspješnih predstečajnih nagodbi. Stoga valja zaključiti kako će *debt/equity swap*, uzimajući u obzir potrebu pojedinih modifikacija u bližoj budućnosti, biti uspješno sredstvo restrukturiranja koje u znatnoj mjeri može doprinijeti prevenciji stečaja i optimizaciji ekonomske koristi involviranih subjekata ako će se urediti na način koji onemogućuje zlorabe prava pojedinih sudionika te provoditi na način koji uzima u obzir stvarnu ekonomsku situaciju društva-dužnika.

Summary

Šime Jozipović *

Anton Jukić **

**THE DEBT-EQUITY SWAP
- A COMPARATIVE AND CONSTITUTIONAL ANALYSIS OF THE
RIGHTS OF MINORITY SHAREHOLDERS AND CREDITORS IN
THE PRE-INSOLVENCY PROCEDURE**

The financial crisis that arose in 2007 and 2008 had a major influence on the Croatian economy: within a period of 4 years the number of business enterprises which were not able to meet their financial obligations grew by 29%, while the amount of unmet financial obligations at the end of 2014 exceeded HRK 32.5 bn (about USD 5.4 bn). If the businesses in financial distress are not able to overcome the reasons for bankruptcy, filing becomes inevitable. However, neither financial issues nor the initiation of bankruptcy proceedings inevitably lead to the liquidation of the debtor. Reorganization can be conducted either before or after the bankruptcy proceedings have been initiated. The concrete moment is determined by the general legal framework and the economic environment of the debtor. Depending on the moment of reorganization there exist various instruments which allow the debtor to confront the financial issues and prevent liquidation. The authors use a comparative approach to examine the legal framework of corporate reorganisation. This paper analyses the pre-insolvency debt/equity swap.

The Croatian insolvency legislation is inspired to a significant extent by German law, which was in turn modelled after the bankruptcy law of the United States. The implementation of new legal instruments like the debt/equity swap can be the motor of modernization of a legal system, but it can also be the source of legal inconsistencies within the system. For this reason, the paper focuses on the adaptation of the final effects of this institute within the pre-bankruptcy procedure on the Croatian legal system. As the debt/equity swap has an intense impact on the rights of shareholders and the debtor's creditors, the analysis centres on the limitation of the rights of minorities within these categories who oppose the debt-equity swap. In this regard the reasons for the limitation of rights are scrutinized from the constitutional aspect and compared to leading Croatian constitutional cases on similar issues. Based on the results of this paper, in the second paper the authors will focus on the various issues of strategic insolvency procedures in a broader sense.

Keywords: illiquidity, pre-bankruptcy settlement, debt/equity swap

* Šime Jozipović, LL.M., Max-Planck-Institut für Steuerrecht und öffentliche Finanzen, Marstallplatz 1, München, Germany; simejozipovic@hotmail.com

** Anton Jukić, LL.M.Eur., Lecturer & Research Assistant, Institut für Internationales Recht – Rechtsvergleichung, Ludwig-Maximilians-Universität München, Veterinärstr. 5, München, Germany; anton.jukic@jura.uni-muenchen.de

