

DUŽNOST DIREKTORA DA UZMU U OBZIR INTERESE POVJERILACA I OSTALIH STEJKHOLDERA U PERIODU PRIJETEĆE INSOLVENTNOSTI

Sažetak

Direktiva EU 2019/1023 o restrukturiranju i insolventnosti predviđa obavezu država članica da osiguraju da, kada postoji vjerovatnoća da će nastupiti insolventnost, direktori uzmu u obzir interese povjerilaca i ostalih stejkholdera, pored interesa članova. Predmet ovog rada je analiza položaja povjerilaca i ostalih stejkholdera u periodu kada društvu prijete insolventnost, odnosno rizika kojima su izložene različite kategorije stejkholdera, postojećih mehanizama korporativnog upravljanja kojima se štite ovi interesi, te analiza sadržaja dužnosti direktora predviđene Direktivom. Naročitu pažnju ćemo posvetiti pitanju ostvarivanja sudske zaštite interesa povjerilaca i ostalih stejkholdera u periodu prijeteće insolventnosti, koji trenutno nisu ovlašćeni na podnošenje tužbe protiv direktora u slučaju kršenja posebnih dužnosti.

Ključne riječi: dužnosti direktora, interes povjerilaca, prijeteća insolventnost, rizik od stečaja, stejkholderi, derivativna tužba.

1. Uvod

Pokušaj da se na nivou Evropske unije usvoji pravilo o posebnim dužnostima direktora u periodu prijeteće insolventnosti datira još iz 2001. godine. Visoka grupa eksperata kompanijskog prava, tijelo koje je formirala Evropska komisija s ciljem da izradi preporuke za moderni regulatorni okvir kompanijskog prava Evropske unije, između ostalog je ispitala sprovodivost uvođenja okvirnog pravila na osnovu kojeg bi direktori bili odgovorni ukoliko kompanija nastavi da posluje nakon što postane nesposobna da plaća svoje obaveze. Visoka grupa eksperata je zaključila da harmonizacija dužnosti direktora nije izvodiva, s obzirom na velike razlike koje postoje među državama članicama u tom pogledu, ali da je moguća harmonizacija posebnih pravila o odgovornosti direktora u periodu prijeteće insolventnosti (A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts, 2001, p. 15). U svom završnom izvještaju, Visoka grupa eksperata je predložila novo evropsko pravilo o nesavjesnom poslovanju (*wrongful trading*) (Winter *et. al.*, 2002, p. 68). Nakon toga, Evropska komisija je objavila komunikaciju u kojoj je

* Master prava, asistent na Pravnom fakultetu, Univerzitet u Banjoj Luci, Bosna i Hercegovina,
e-mail: irena.radic@pf.unibl.org

identifikovala ključne ciljeve kojima treba težiti u oblasti harmonizacije kompanijskog prava i korporativnog upravljanja, a usvajanje evropskog pravila o nesavjesnom poslovanju identifikovano je kao srednjoročni cilj (za period 2006–2008. godine) (Commission of the European Communities, 2003, p. 25). Evropska organizacija stručnjaka za stečajno pravo (*INSOL Europe*) je 2010. godine u svojim Bilješkama o harmonizaciji stečajnog prava u Evropskoj uniji, izrađenim za Evropski parlament, došla do gotovo istih zaključaka i preporuka (*INSOL Europe*, 2010, p. 22), ali i dalje nije bilo konkretnih koraka. Tek krajem 2016. godine, okvirno pravilo o dužnostima direktora u periodu prijeteće insolventnosti je postalo sastavni dio Prijedloga Direktive o restrukturiranju i insolventnosti (European Commission, 2016, čl. 18) koja je u junu 2019. godine i usvojena.

Nakon implementacije člana 19 Direktive o restrukturiranju i insolventnosti (Directive (EU) 2019/1023, dalje u tekstu: Direktiva o restrukturiranju i insolventnosti ili Direktiva)¹ u državama članicama Evropske unije, direktori će biti dužni da, u periodu kada postoji vjerovatnoća nastupanja insolventnosti, pored interesa članova, uzmu u obzir i interese povjerilaca i ostalih stejkholdera. Pored toga, direktori će biti dužni preduzeti sve neophodne korake kako bi spriječili insolventnost i izbjegavati radnje kojima se namjerno ili iz krajnje nepažnje ugrožava održivost poslovanja. Iz navedene odredbe su vidljiva dva cilja Direktive: prvi je jačanje interesa povjerilaca i ostalih stejkholdera u periodu prijeteće insolventnosti, a drugi promocija „kulture spasavanja“ (*rescue culture*) i očuvanje održivog poslovanja. Fokus ovog rada je na prvom cilju Direktive.

U prvom dijelu rada ukazaćemo na osnovne teorijske koncepcije o cilju poslovanja privrednog društva (engl. *corporate purpose*), kao i na moderne tendencije u razvoju korporativnog upravljanja, gdje se sve veći akcenat stavlja na društvenu odgovornost kompanija, održivo korporativno upravljanje i, u vezi s tim, na interese ostalih stejkholdera (pored interesa akcionara, odnosno članova). Na početku napominjemo da su teorije o cilju poslovanja privrednog društva usmjerene ka utvrđivanju cilja velikih, pretežno javnih akcionarskih društava, što je posljedica činjenice da je njihovo poslovanje povezano s velikim brojem subjekata čiji su interesi isprepleteni i nerijetko suprotstavljeni interesima privrednog društva, te postoji potreba za usklađivanjem ili utvrđivanjem redoslijeda ovih interesa (Mihajlović, 2018, p. 103). Ipak, to ne znači da raspravu o cilju poslovanja treba shvatiti isključivo kao debatu o cilju poslovanja akcionarskih društava (Mihajlović, 2018, p. 103).

U drugom dijelu rada analiziraćemo položaj povjerilaca i ostalih stejkholdera u periodu kada društvu prijete insolventnost, odnosno specifične rizike kojima su izložene različite kategorije stejkholdera u ovom periodu. Kratko ćemo se osvrnuti na različite mehanizme korporativnog upravljanja koji imaju za cilj da zaštite ove različite i suprotstavljene interese, a potom ćemo analizirati sadržaj dužnosti direktora prema odredbama Direktive o restrukturiranju i insolventnosti. I ovdje valja skrenuti pažnju na to da akcionarska društva nemaju „monopol“ na ponašanje koje šteti interesima povjerilaca, zaposlenih, potrošača, države i lokalne zajednice, iako su mehanizmi korporativnog upravljanja usmjereni na rješavanje ovih problema u akcionarskim društvima. Naprotiv,

¹ Rok za implementaciju Direktive je 17. jul 2021.

ograničena odgovornost u društvima kapitala podstiče moralni hazard, omogućavajući članovima da se od odgovornosti prema povjericima i ostalim stejkholderima kojima društvo svojim poslovanjem nanese štetu sakriju iza „pravnog vela“ društva. Štaviše, sukob interesa između članova i direktora društva, s jedne strane, i povjericila i ostalih stejkholdera, s druge strane, u periodu kada društvu prijete insolventnost, naročito je izražen u malim, zatvorenim društvima, u kojima su članovi društva istovremeno i direktori ili imaju veću mogućnost uticaja na direktore.

Direktiva koristi široku formulaciju da direktori treba da „uzimaju u obzir“ interese povjericila i ostalih stejkholdera, ne određujući bliže šta to zapravo znači. Stoga ćemo pokušati da približimo kako bi direktori trebalo da se ponašaju u odnosu na različite, suprotstavljene interese u periodu prijeteće insolventnosti. Osim toga, ispitaćemo mogućnost i izazove sudske primjene instituta posebnih dužnosti direktora u ovom periodu.

2. Prvenstvo interesa članova ili održivo korporativno upravljanje?

Pitanje u čijem interesu su direktori dužni da rade, zapravo je pitanje o svrsi (cilju) poslovanja privrednog društva. U teoriji kompanijskog prava dominiraju dvije teorije o cilju poslovanja privrednog društva – teorija o isključivom ili prvenstvenom interesu akcionara (članova) i teorija da je svrha kompanije zaštita interesa različitih nosilaca rizika poslovanja unutar društva (stejkholdera).

U anglosaksonskom pravu je duboko usađena ideja da je najvažnija svrha korporacija „maksimalizacija vrijednosti preduzeća – obično posmatrano kroz cijenu akcija – u interesu akcionara“ (engl. *shareholder wealth maximization*) (Choudhury & Petrin, 2019, p. 308). Naime, angloamerička teorija i pravna praksa posmatraju korporaciju kao svojevrsni ugovor vlasnika, bez obzira na to što je riječ o posebnoj vrsti ugovora sa statusnim obilježjima (vodi nastanku korporacije kao pravnog subjekta), kao jedinoj vrsti ugovora sa takvim dejstvom (Vasiljević, 2013, p. 125). Stoga se smatra da direktori, kao ugovorni zastupnici akcionara, imaju fiducijarnu dužnost da maksimalizuju bogatstvo akcionara (odnosno uvećaju profit društva koji će se kasnije raspodijeliti akcionarima), osim ako ih akcionari ne ovlaste da ostvaruju interese ostalih stejkholdera (Choudhury & Petrin, 2019, p. 39). Zastupnici ove teorije smatraju da je najbolji interes društva izjednačen sa najboljim interesom akcionara.

U Velikoj Britaniji je usvojen tzv. prosvježeni princip stvaranja vrijednosti za akcionare (engl. *enlightened shareholder value principle*). Naime, čl. 172 *Companies Act 2006* (dalje u tekstu: CA 2006) propisuje da je osnovna dužnost direktora da unapređuje uspjeh kompanije u korist svih njenih članova (akcionara), ali i da pri tome uzima u obzir: vjerovatne dugoročne posljedice poslovanja, interese zaposlenih, odnose s dobavljačima, potrošačima i drugima; uticaj poslovanja kompanije na društvo i životnu sredinu; podizanje reputacije kompanija na visoki standard korporativnog upravljanja, potrebu da se djeluje fer među članovima kompanije. Cilj ovog principa se može shvatiti kao podsticanje uprave da pri donošenju poslovnih odluka uzme u obzir širok spektar faktora koji unapređuju poslovanje društva u korist akcionara i da razmišljaju o dugoročnom uspjehu kompanije, umjesto usmjerenosti ka kratkoročnim finansijskim interesima. Iako su neki autori u njemu

vidjeli zaokret ili „treći put“, pored američkog i evropskog (Williams & Conley, 2005, p. 500), činjenica je da je prosvječeni „shareholder value“ princip i dalje „shareholder value“ princip, ali koji pokušava da inkorporira interese ostalih stejkholdera ukoliko su oni kompatibilni sa interesima akcionara, kako to zaključuju Choudhury & Petrin (2019, p. 48).² Međutim, čl. 172(3) CA 2006 predviđa da su direktori dužni da u određenim okolnostima razmotre i interese povjerilaca kompanije (ukoliko je tako predviđeno posebnim propisom ili proizilazi iz načela vladavine prava). Keay (2015, p. 149) navodi da navedeni član predstavlja zakonsko priznavanje *common law* principa, te da su se sudovi i nakon usvajanja odredbe čl. 172(3) CA 2006 pozivali na slučajeve o kojima je odlučivano prije njenog usvajanja. Navedena odredba ne precizira u kojem momentu dolazi do „zaokreta“ u dužnostima direktora, ali iz *case law*-a proizilazi da će to biti u slučaju kada se kompanija približava insolventnosti, kada je na ivici insolventnosti, kada je njena solventnost upitna, pa čak i kada je kompanija finansijski nestabilna, u finansijskim teškoćama ili je stanje kompanije takvo da su interesi povjerilaca ugroženi (Keay, 2015, p. 153). Dakle, u tim okolnostima, direktori moraju voditi računa o interesima povjerilaca tako što balansiraju njihove interese sa interesima akcionara ili što im daju prvenstvo nad interesima akcionara.

Nasuprot teorijama o prvenstvenom ili isključivom interesu akcionara, u Evropi je opšteprihvaćena stejkholder teorija, odnosno teorija o zastupljenosti različitih nosilaca interesa u privrednom društvu,³ koja polazi od toga da „pored članova, postoje i druge grupe i pojedinci, unutar i izvan privrednog društva, koje su zainteresovane za njegovo poslovanje, a koje, takođe, doprinose tom poslovanju, razvoju društva i njegovom kapitalu“ (Mihajlović, 2018, p. 108). Prema ovoj teoriji, cilj poslovanja privrednog društva je zadovoljenje interesa svih onih koji sopstvenim sredstvima doprinose društvu, pa umjesto „stvaranja vrijednosti za akcionare“ ovdje govorimo o „stvaranju vrijednosti za stejkholdere“. Dakle, cilj društva je stvaranje i raspodjela bogatstva i vrijednosti stvorenih poslovanjem društva svim stejkholderima, bez davanja prednosti ili favorizovanja jedne grupe nauštrb druge (Keay, 2010, p. 256). U tom smislu, direktori imaju dužnost da upravljaju društvom na način koji stvara optimalnu vrijednost za sve one koji imaju uticaj na donošenje odluka u društvu, odnosno na koje ove odluke mogu značajnije uticati (Freeman, 1984, p. 25, navedeno u Keay, 2010, p. 253). Stejkholder teorija kompaniju posmatra kao društvenu pojavu koja kao takva treba da služi zaštiti interesa drugih nosilaca rizika poslovanja unutar društva (zaposleni, potrošači, društvo kao cjelina), odnosno kompanija se shvata kao dio opšteg interesa a ne samo privatnih interesa njenih vlasnika (Veličković, 2019, p. 57). Stoga se smatra da je osnovna dužnost uprave da izvršava svoje dužnosti u interesu društva kao pravnog lica, kao jednog *sui generis* interesa koji u sebi inkorporira i interese

² Taj zaključak potvrđuje i jedan od izvještaja britanske Grupe za reviziju finansijskog prava (*Company Law Review Steering Group*), u kojem se navodi da „direktori treba da postupaju u najboljem kolektivnom interesu akcionara/članova“, ali da novi pristup „ne podrazumijeva usmjerenost ka kratkoročnim finansijskim interesima“ već „zahtijeva inkluzivan pristup koji vrednuje stvaranje dugoročnih odnosa“ (Mihajlović, 2017, p. 154).

³ Freeman, kao začetnik stejkholder teorije, pojam stejkholdera je definisao kao grupu ili pojedinca koji može uticati na ostvarivanje ciljeva društva, odnosno na kojeg može uticati ostvarivanje tih ciljeva (Keay, 2008, p. 674). Vasiljević (2013, p. 127) kao konstitutivne interese (rizike), u širem smislu, navodi: interes akcionara, interes povjerilaca, interes zaposlenih, interes uprave, interes samog društva, interes države i lokalne zajednice te interes potrošača.

članova, uprave, povjerilaca, zaposlenih, potrošača, države i lokalne zajednice. Iako je ovaj koncept dominantan u evropskoj pravnoj misli i praksi, on nije precizno određen, što otvara mogućnost za različite interpretacije i arbitrarnost. Stoga se pojedini autori s pravom pitaju „ko može dokazati da direktori nisu postupali u interesu kompanije kad je njen interes *per se* nejasno zakonom postavljen“ (Vasiljević, 2013, pp. 105–106).

U okviru stejkholder modela o cilju poslovanja privrednog društva, razvio se i koncept društvene odgovornosti kompanije (engl. *corporate social responsibility*). Evropska komisija je 2001. godine objavila prvi sistemski dokument o ovom fenomenu, tzv. Zelenu knjigu (European Commission, 2001) koja je društvenu odgovornost kompanija definisala kao koncept prema kojem kompanije na dobrovoljnoj osnovi integrišu brigu o društvenim i ekološkim pitanjima u svoje poslovne aktivnosti i odnose sa svojim stejkholderima (Vasiljević, 2013, p. 121). Potom, 2010. godine, Evropska komisija usvaja desetogodišnju strategiju – Evropa 2020 – koja definiše pravce mjera i očekivanja za bolji život Evropljanja bez ugrožavanja planete i svoje budućnosti (tzv. održivi razvoj). Da bi postale u potpunosti društveno odgovorne, kompanije treba da u svoje poslovne aktivnosti i strategiju integrišu brigu o socijalnim, ekološkim, etičkim pitanjima i pitanjima ljudskih prava.

U julu 2020. godine, Evropska komisija je objavila Studiju o dužnostima direktora i održivom korporativnom upravljanju (vid. European Commission, 2020) koja ima za cilj da analizira uzroke fokusiranosti kompanija, odnosno njihove uprave na ostvarivanje kratkoročne dobiti za akcionare,⁴ umjesto na dugoročne interese kompanije, te da ponudi rješenja koja bi prebacila fokus na održivo korporativno upravljanje. Kao jedan od ključnih razloga ovakvog pristupa, u Studiji se navodi preusko tumačenje dužnosti direktora i interesa društva. Iako je u državama članicama Evropske unije prihvaćen koncept po kome direktori treba da rade prvenstveno u interesu kompanije kao pravnog lica, a ne u interesu akcionara, interpretacija pojma „interes kompanije“ je bila pod jakim uticajem teorije o prioritetnom interesu akcionara, te se interes kompanije tumači kao kratkoročno stvaranje vrijednosti za akcionare. Pored toga, kao još jedan od uzroka fokusiranosti na kratkoročne interese akcionara, Studija prepoznaje problem sudske primjene dužnosti direktora da rade u (dugoročnom) interesu kompanije. Prvi problem je nizak nivo sudske primjene dužnosti direktora, a drugi što se ostalim stejkholderima (izuzev akcionara) ne priznaje ovlaštenje da pokreću postupke za račun društva (zbog povrede dužnosti prema društvu) (European Commission, 2020, p. 38). U Studiji se ističe da su time najviše pogođeni zaposleni i društvo (u sociološkom smislu), koji nemaju dostupne mehanizme da zaštite interes kompanije, čak i kada imaju legitiman interes za očuvanje održivog poslovanja.

Kao glavnu prepreku održivom poslovanju, autorka Sjøfjell (2020, p. 3) je identifikovala *društvenu normu* prvenstvenog interesa akcionara, koja je prisutna u najvećem broju država uprkos tome što u zakonodavstvu nikada nije propisano da direktori treba da se fokusiraju isključivo na uvećavanje bogatstva akcionara, makar to bilo na štetu društva (javnog interesa). Iako princip prioriteta akcionara nije obavezujuća pravna norma, on u

⁴ Podaci prikupljeni za period od 1992. do 2018. godine pokazuju sve veću fokusiranost akcionarskih društava čije su akcije listirane na berzi na kratkoročne interese akcionara, umjesto na dugoročne interese kompanija. U ovom periodu su isplate dividende akcionarima povećane četiri puta, dok ulaganja u osnovna sredstva (CAPEX) i istraživanje i razvoj (R&D) kontinuirano opadaju od početka XXI vijeka (European Commission, 2020, p. iv).

velikoj mjeri utiče na prakse korporativnog upravljanja, a podstiče ga mit o akcionarima kao vlasnicima kompanije, iako oni to prema pravilima kompanijskog prava očigledno nisu (Sjåfjell, 2020, p. 3). Autorka se zalaže za zamjenu koncepta „prioritetnog interesa akcionara“ konceptom „korporativne održivosti“, odnosno konceptom da je svrha kompanija „održivo stvaranje vrijednosti u planetarnim granicama“, pri čemu je održivo stvaranje vrijednosti ono koje stvara novu vrijednost za preduzeće (*undertaking*), ali istovremeno poštuje prava njegovih članova, investitora, zaposlenih i drugih ugovornih strana, promoviše dobro upravljanje, pravo na pristojan rad i jednakost, ljudska prava njegovih radnika kao i pogođenih zajednica i ljudi. Na kraju, Sjåfjell (2020, p. 8) se zalaže i za davanje ovlašćenja javnopravnim tijelima da pokreću postupke protiv direktora ukoliko svoje dužnosti ne budu vršili na način koji obezbjeđuje „održivo stvaranje vrijednosti u granicama planete“.

Iako je Studija o održivom korporativnom upravljanju za kratko vrijeme od objavljivanja pretrpjela brojne kritike, čini se da je održivo korporativno upravljanje tema na kojoj će Evropska komisija insistirati u narednom periodu, a veliki broj pravnih teoretičara, uprkos određenim zamjerkama, ne osporava činjenicu da je održivost cilj kome treba težiti i pravac u kome dalje treba razvijati kompanijsko pravo i mehanizme korporativnog upravljanja. Na kraju krajeva, ako je alternativa održivom poslovanju neodrživo poslovanje, onda je jasno koje ima prednost.

„Velika debata“ o cilju poslovanja privrednih društava počela je tridesetih godina prošlog vijeka i činilo se da je od sedamdesetih godina prošlog vijeka prevagu odnijela teorija prioriteta interesa akcionara. To je dovelo do teze o „kraju istorije kompanijskog prava“, kada 2001. godine Hansmann & Kraakman (2001, p. 89) objavljuju da je rasprava o cilju poslovanja privrednog društva završena u korist teorije prioriteta akcionara (članova). Ipak, čini se da se još uvijek ne može govoriti o „kraju istorije kompanijskog prava“ jer je rasprava o svrsi kompanije i dalje aktuelna. Stoga traganje za odgovorom na pitanje u čijem su interesu direktori dužni da rade nije završeno i nastaviće još dugo da zaokuplja pažnju pravne teorije. Direktiva o restrukturiranju i insolventnosti, kroz jednu fleksibilnu odredbu, zahtijeva od država članica da obezbijede da, bar u periodu prijeteće insolventnosti, direktori rade u interesu povjerilaca, članova i ostalih stejkholdera. Ostaju otvorena pitanja ko su ostali stejkholderi čije interese direktori treba da uzmu u obzir, na koji način direktori treba da se ponašaju u odnosu na mnogobrojne, često suprotstavljene interese različitih stejkholdera, te na koji način ostali stejkholderi, izuzev članova društva, mogu zaštititi svoje interese ukoliko direktori ne budu radili u njihovom interesu. Pokušaćemo da odgovorimo na navedena pitanja.

3. Interes povjerilaca u „zoni insolventnosti“

Dužnosti direktora društva koje je solventno usmjerene su primarno na zaštitu interesa članova, odnosno na zaštitu interesa društva u koji je inkorporiran (kao najvažniji) interes članova. Dok društvo ispunjava svoje obaveze prema povjeriocima, oni su samo druga strana u obligacionom odnosu, te se njihovi interesi štite institutima obligacionog prava i, u manjoj mjeri, institutima kompanijskog prava. Međutim, kada društvo postane nesposobno da ispunjava svoje obaveze, položaj povjerilaca se mijenja i oni faktički postaju

„vlasnici sredstava društva“ (Enriques, 2017, pp. 115–116). Stoga se kroz stečajni postupak prvenstveno štite njihovi interesi, dok interesi članova dolaze na posljednje mjesto – oni imaju pravo na stečajni višak koji eventualno preostane po namirenju povjerilaca. Dakle, kada je društvo insolventno, fokus je na maksimalizaciji vrijednosti za povjerioce, međutim, kada se društvo nalazi u zoni „između solventnosti i insolventnosti“, pitanje je kakav položaj treba da imaju interesi povjerilaca u odnosu na ostale nosioce interesa u društvu, uključujući i članove. U ovom „prelaznom periodu“ postoji povećan rizik da će direktori donositi odluke vođeni sopstvenim interesom ili interesom članova društva, a na štetu povjerilaca. U ovom periodu dolazi do višestrukog sukoba interesa između članova društva i direktora, s jedne strane, i povjerilaca, s druge strane, te je povjeriocima neophodno obezbijediti posebnu zaštitu.

Prvi sukob interesa tiče se različite *spremnosti na preduzimanje rizika (odnosno pristajanja na rizik)*. Naime, kada društvu prijete insolventnost, interes članova je da preduzmu sve da se spasi poslovanje, jer „u najvećem broju slučajeva, nakon sprovođenja postupka bankrotstva ne preostaje sredstava za podjelu vlasnicima, tj. ne dolazi do realizacije njihovog prava na stečajni višak“ (Radović, 2018, p. 41). Kako članove društva štiti „pravni veo“, oni više nemaju šta da izgube, pa će biti skloni da podstiču direktore da preduzimaju rizične poslovne poduhvate koji u slučaju uspjeha mogu donijeti veliku dobit i izvuku društvo iz krize, ali ukoliko ne uspiju, uvećavaju dugove i produbljuju krizu u kojoj se društvo našlo, značajno umanjujući mogućnost povjerilaca za namirenje. Osim toga, direktori, takođe, imaju interes da preduzmu sve kako bi spriječili bankrot, jer im on „oduzima sve koristi koje direktorska funkcija nosi sa sobom“ (Radović, 2018, p. 41), narušava njihovu reputaciju i otvara mogućnost odgovornosti direktora zbog kršenja neke od zakonom propisanih dužnosti. Iz navedenih razloga se smatra da direktori društva kojem prijete insolventnost imaju brojne podsticaje da se „kockaju“ sa sudbinom društva po principu „sve ili ništa“, upuštajući se u rizične poslovne poduhvate, koji bi mogli značajno da ugroze interes povjerilaca za njihovo što potpunije namirenje.

Iz istih razloga, povjerioci i članovi imaju suprotstavljene interese u pogledu odluke da li će društvo nastaviti poslovanje ili će podnijeti prijedlog za otvaranje stečajnog postupka. Članovi i direktori imaju snažan podsticaj da nastave poslovanje sve dok postoji i najmanja nada da će društvo da prevaziđe finansijske probleme u kojima se našlo, a povjerioci imaju interes da se stečajni postupak što prije otvori kako bi se sačuvala imovina dužnika za raspodjelu između njih (Wood, 2007, p. 142).

Ulazak društva u zonu insolventnosti stvara podsticaj članovima i direktorima da izvlače imovinu društva u sopstvenu korist ili korist povezanih lica (članovi mogu zahtijevati isplatu dividende ili druga plaćanja, mogu pokušati da steknu ili da u korist povezanih lica raspolažu imovinom društva po privilegovanim uslovima, direktori mogu zahtijevati isplatu bonusa i drugih naknada i sl.) umanjujući na taj način imovinu koja će služiti za namirenje povjerilaca. Na kraju, suprotstavljenost interesa može da postoji i u pogledu investiranja, jer članovi (i direktori pod njihovim uticajem) imaju podsticaj da investiraju u kratkoročne projekte, naročito ako bi oni mogli da donesu „brzu“ dobit za akcionare, umjesto u projekte s dugoročnim benefitima, koji bi bili poželjni sa stanovišta ostalih stejkholdera (Wood, 2007, p. 142).

Uporednopravno posmatrano, koriste se različiti mehanizmi kako bi se spriječili ili ublažili opisani sukobi interesa u „zoni insolventnosti“. Neki od njih su usmjereni na direktore, drugi na članove (naročito kontrolne), a neki na treća lica. Mehanizmi usmjereni na direktore su, prije svega, propisivanje odgovornosti direktora za nesavjesno poslovanje (engl. *wrongful trading*), odnosno za nastavak poslovanja nakon određenog trenutka (koji je različito određen ali se vezuje za rizik od nastupanja insolventnosti);⁵ obaveza podnošenja prijedloga za otvaranje stečajnog postupka u zakonom određenom roku nakon nastupanja stečajnog razloga (Goosens, 2017, p. 3); te promjena sadržine dužnosti direktora, odnosno proširenje objekta posebnih dužnosti na povjerioce. Pored imovinske odgovornosti za štetu koju prouzrokuju kršenjem propisanih dužnosti, u nekim pravnim sistemima (npr. engleskom) kao sankcija se propisuje diskvalifikacija, a u određenim slučajevima i krivična odgovornost.

Zaštita interesa povjerilaca u najvećem broju država članica Evropske unije⁶ postiže se propisivanjem obaveze lica ovlašćenih za zastupanje stečajnog dužnika da, kada se ispune materijalnopravni uslovi za otvaranje stečajnog postupka, predlože njegovo pokretanje (Radović, 2018, p. 407). U slučaju neizvršenja (ili neblagovremenog izvršenja) ove dužnosti, u uporednom pravu su prisutne raznovrsne sankcije, ali najčešća je propisivanje imovinskopravne sankcije – odgovornosti za naknadu štete (Radović, 2018, p. 410) koja je prouzrokovana povjeriocima propuštanjem blagovremenog podnošenja prijedloga za otvaranje stečajnog postupka. Kada je u pitanju obim odgovornosti, u Španiji je odgovornost najšira, jer će direktori (uključujući i *de facto* direktore) biti odgovorni za sve obaveze društva ukoliko povrijede ovu dužnost, dok u Švedskoj odgovornost postoji samo u odnosu na potraživanja iz poslova preduzetih nakon nastupanja dužnosti (Kalss, Adensamer & Oelkers, 2011, p. 140). U Njemačkoj i Austriji se pravi razlika između potraživanja koja su nastala iz pravnih poslova preduzetih prije nastupanja insolventnosti (njem. *Altgläubiger*) ili nakon toga (njem. *Neugläubiger*): u prvom slučaju, naknada štete je ograničena na iznos koji bi povjerilac mogao dobiti da je stečaj pokrenut bez odlaganja, dok u drugom slučaju, povjerioci čija potraživanja proizilaze iz transakcija preduzetih u momentu kada je društvo već bilo insolventno mogu da nadoknade svu štetu (jer su poslovali sa insolventnim društvom) (Kalss, Adensamer & Oelkers, 2011, p. 116).⁷

⁵ U Ujedinjenom Kraljevstvu se govori o protivpravnom poslovanju (*wrongful trading*), u Australiji o poslovanju za vrijeme insolventnosti (*insolvent trading*), u Irskoj i Novom Zelandu o „bezobzirnom poslovanju“ (*reckless trading*). Pored toga, donekle je slična doktrina *deepening insolvency* koju nalazimo u nekim federalnim državama SAD.

⁶ Navedeni institut postoji u većini država članica Evropske unije: Austriji, Belgiji, Bugarskoj, Hrvatskoj, Češkoj, Estoniji, Finskoj, Francuskoj, Njemačkoj, Grčkoj, Mađarskoj, Italiji, Letoniji, Litvaniji, Luksemburgu, Malti, Poljskoj, Portugaliji, Slovačkoj, Sloveniji, Španiji, Švedskoj, Danskoj (Gerner Beuerle & Schuster, 2014, p. 224).

⁷ U slučaju povrede ove obaveze, u Austriji direktori mogu biti odgovorni prema samom društvu (jer se smatra da povreda dužnosti podnošenja prijedloga za otvaranje stečajnog postupka automatski povlači i povredu opšte dužnosti direktora propisane čl. 25 GmbHG (*Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung*) i čl. 84 Akt (*Aktiengesetz*), ali i prema povjeriocima. U tom smislu, čl. 69 (5) IO (*Insolvenzordnung*) Austrije propisuje da povjerioci ne mogu da tuže direktore za naknadu štete zbog pogoršanja njihovog položaja (odnosno razliku između onoga što je povjerilac dobio i onoga što je mogao da dobije da je stečaj pokrenut na vrijeme) zbog neblagovremenog otvaranja stečajnog postupka prije okončanja stečajnog postupka, ali ovo ograničenje se ne odnosi na nove povjerioce, koji mogu direktno da tuže direktore za svu štetu (Wabl, 2019, p. 58).

Smatra se da se zaštita povjerilaca putem ovog instituta postiže time što se blagovremenim otvaranjem stečajnog postupka sprečava dalje rasipanje imovine, onemogućava naplata potraživanja individualnih povjerilaca i time stvaraju uslovi za veće procentualno namirenje svih povjerilaca (Radović, 2018, p. 410). Ipak, ovdje je riječ o obavezi koja postoji tek nakon što je insolventnost faktički već nastupila (ali još uvijek nije otvoren stečaj), što dalje implicira da ne obezbjeđuje adekvatnu zaštitu povjerilaca i ostalih stejkholdera u periodu kada postoji prijetuća insolventnost. Osim toga, često se ističe da obaveza uprave društva da podnese prijedlog za otvaranje stečajnog postupka kada društvo postane insolventno obeshrabruje direktore da preduzimaju neformalne, vansudske postupke restrukturiranja koji bi mogli biti efikasan način za očuvanje poslovanja društva u finansijskim problemima. Kako ističe Goosens (2017, p. 4), obaveza podnošenja prijedloga za otvaranje stečajnog postupka je vezana za fiksni rok, pa čak i ako bi direktor pokrenuo vansudski postupak restrukturiranja koji bi imao dobre izgleda da izvuče društvo iz krize, direktor bi ipak bio dužan da podnese prijedlog prije nego što rok istekne. Striktna formulacija ove obaveze ne ostavlja nikakvu alternativu ukoliko se društvo ne vrati u stanje solventnosti u propisanom roku, pa se u literaturi kritikuje da gura u stečaj društva čije se poslovanje može spasiti (Hirte, 2006, p. 609; Schall, 2009, p. 329, navedeno u Shillig, 2010, p. 148). Ipak, trebalo bi imati na umu da otvaranje stečajnog postupka ne znači nužno „smrt“ privrednog društva, jer se može sprovesti postupak reorganizacije, a blagovremeno pokretanje stečajnog postupka povećava šansu da reorganizacija bude uspješna.

Institut nesavjesnog poslovanja, kao vrsta odgovornosti određenih lica za nesavjesno postupanje u periodu kada društvu prijete stečaj, nije tipičan za evropsko kontinentalno pravo,⁸ iako su postojali prijedlozi da se ovaj institut usvoji na komunitarnom nivou (Winter *et al.*, 2002, p. 68). Ovaj institut zahtijeva od direktora da prestanu s poslovanjem ukoliko su interesi povjerilaca ugroženi, ali im ostavlja mogućnost da nastave poslovanje sve dok postoji realna šansa za prevazilaženje krize u kojoj se društvo našlo.⁹ Dakle, direktori insolventne kompanije koja ima realne šanse da izađe iz krize mogu da nastave poslovanje dok, nasuprot tome, direktori kompanije koja još uvijek nije insolventna mogu biti obavezni da prekinu poslovanje ukoliko je nastupanje stečaja vrlo izvjesno (Gerner Beuerle, Paech & Schuster, 2013, p. 211). Otuda se smatra da u državama koje poznaju ovaj institut dužnosti direktora prema povjeriocima nastupaju i prije nego što je kompanija postala insolventna.

Međutim, iako teoretski odgovornost za protivpravno poslovanje može biti „aktivirana“ i prije formalne insolventnosti, u praksi se odgovornost za protivpravno poslovanje vezuje samo za insolventna društva (Gerner Beuerle, Paech & Schuster, 2013, p. 211).

⁸ Navedeni institut postoji u pravu Ujedinjenog Kraljevstva, Kipra, Danske, Irske, Holandije, Rumunije (Gerner Beuerle & Schuster, 2014, p. 224), a sličan institut postoji u pravu Australije (*insolvent trading*) i Novog Zelanda (*reckless trading*).

⁹ Primjera radi, čl. 214 engleskog Insolvencijskog zakona (*Insolvency Act, 1986*) predviđa da ukoliko je u određenom trenutku prije pokretanja stečajnog postupka (engl. *insolvent liquidation*), lice koje je bilo direktor ili direktor u sjenci znalo ili moglo da zna da nije postojala razumna mogućnost da će društvo izbjeći stečaj, ali je nastavilo poslovanje, sud može obavezati takvo lice da nadoknadi iznos koji sud ocijeni kao primjeren. Direktor se može odbraniti ukoliko dokaže da je, nakon što je shvatio da društvo ne može izbjeći stečaj, preduzeo sve neophodne korake kako bi smanjio potencijalni gubitak povjeriocima kompanije.

Implementacijom odredaba Direktive o restrukturiranju i insolventnosti, u državama članicama Evropske unije, direktori će biti dužni da u periodu prijeteće insolventnosti pored interesa akcionara uzimaju u obzir i interese povjerilaca. U određenom broju država ovakva dužnost direktora već postoji,¹⁰ tako da su direktori u periodu prijeteće insolventnosti dužni ili da rade direktno u interesu povjerilaca ili bar da uzmu u obzir njihove interese (Gerner Beuerle & Schuster, 2014, p. 224). Nasuprot tome, u domaćem pravu, kao i u najvećem broju država evropske kontinentalne pravne tradicije, ne dolazi do proširenja¹¹ objekta posebnih dužnosti u periodu prijeteće insolventnosti na povjerioce. Interes društva ostaje jedini interes za koji direktori treba da rade, dok se interesi ostalih stejkholdera štite (bar teoretski) posredno – kroz zaštitu i ostvarenje interesa društva. Studija o održivom korporativnom upravljanju pokazala je da se ovaj interes tumači usko, odnosno da se izjednačava s (kratkoročnim) interesima akcionara, dok se ostali interesi zanemaruju.

Nakon implementacije pomenute direktive, direktori će morati, bar u periodu prijeteće insolventnosti, uzimati u obzir i interese povjerilaca (i ostalih stejkholdera). Direktiva ostavlja slobodu državama članicama da bliže odrede sadržaj ove dužnosti. S tim u vezi, otvoreno je pitanje šta znači „uzimanje u obzir“ interesa povjerilaca. Da li direktori treba da daju prednost nekim interesima ili da balansiraju između ovih interesa, tretirajući ih kao jednake? Prema progresivnom pristupku koji je formulisao Keay (2015, p. 159), interesi povjerilaca (i ostalih stejkholdera) postaju prioritetniji što su ugroženiji, odnosno što je društvo bliže stečaju. Dakle, na putu od solventnosti do insolventnosti trebalo bi postepeno sve više voditi računa o interesima povjerilaca što je insolventnost izvjesnija. Međutim, Schillig (2010, p. 121) ističe da je „sistem korporativnog upravljanja loše opremljen da obezbijedi balansiranje raznovrsnim i suprotstavljenim interesima. Čak i kada se predvidi obaveza direktora da uzimaju u obzir interese povjerilaca, preostali dio sistema korporativnog upravljanja zadržava fokus na akcionarima: oni zadržavaju pravo glasa na generalnoj skupštini, pravo izbora direktora i sprovođenja 'nadzora' nad društvom. Osim toga, sistem korporativnog upravljanja ne obezbjeđuje ni materijalna pravila ni proceduralne mehanizme neophodne kako bi se iznijeli raznovrsni i često suprotstavljeni interesi između različitih kategorija povjerilaca društva.“

Dodatni problem je što ni interes povjerilaca nije homogen, jer su interesi različitih kategorija povjerilaca često suprotstavljeni. Primjera radi, među povjeriocima postoje oni s kratkoročnim i oni s dugoročnim potraživanjima, obezbijedeni i neobezbijedeni, povjerioci koji se u poslovanju oslanjaju na veliki broj klijenata (dužnika) i oni čije poslovanje zavisi od jednog ili dva ključna klijenta, zbog čega su više izloženi riziku njihove propasti, povjerioci čija su potraživanja u stečaju privilegovana i oni čija su potraživanja u

¹⁰ Npr. Kipar, Danska, Estonija, Mađarska, Irska, Letonija, Malta, Ujedinjeno Kraljevstvo (Gerner Beuerle & Schuster, 2014, p. 224).

¹¹ U literaturi se često govori o zaokretu u dužnostima direktora (engl. *shifting directors' duties*) prema povjeriocima, što bi moglo da implicira da direktori prestaju da štite interese društva i njegovih članova i fokusiraju se isključivo na zaštitu interesa povjerilaca, dok se zapravo radi o tome da su direktori dužni da uzmu u obzir i interese povjerilaca, pored interesa društva i njegovih članova, što znači da se radi o proširenju dužnosti, a ne o zaokretu.

opštem isplatnom redu i sl. Navedeno dodatno otežava efikasnost zaštite povjerilaca kroz propisivanje dužnosti direktora da uzmu u obzir njihove interese.

3.1. Izazovi ostvarivanja zaštite interesa povjerilaca

Dužnost direktora da uzmu u obzir interese povjerilaca otvara pitanje da li je takva dužnost direktna ili indirektna, odnosno mogu li povjerioci podnijeti tužbu protiv direktora zbog povrede ove dužnosti. Kako ističe Jevremović Petrović (2011, p. 229), nije suštinsko u položaju povjerilaca da li (bez obzira kada i u kojoj mjeri) postoji dužnost postupanja u njihovom interesu, već na koji način oni mogu da realizuju takvu obavezu. Autorka s pravom ukazuje da je obaveza postupanja u interesu povjerilaca kroz opšti interes društva slab, ako je to uopšte, način njihove zaštite, ako toj obavezi ne odgovara odgovarajuća sankcija (Jevremović Petrović, 2011, p. 229).

Većinsko je mišljenje da dužnost prema povjeriocima (i ostalim stejkholderima) nije direktna dužnost, nego prije jedna ekstenzija dužnosti direktora prema društvu (Davies, 2006, p. 328). Dakle, dužnost prema povjeriocima (i ostalim stejkholderima) je posredna – ostvaruje se kroz interes društva. Stoga aktivnu legitimaciju za podnošenje tužbe zbog povrede ove dužnosti može imati samo društvo, a trećim licima se može priznati pravo na derivativnu tužbu, za račun društva (Davies, 2006, p. 328). Uporednopravno posmatrano, pravo na podizanje derivativne tužbe za račun društva (*actio pro socio*) priznaje se (manjinskim) članovima, koji na taj način ostvaruju prava i interese društva, pa naknada štete ostvarena po ovoj tužbi pripada društvu, a ne članovima koji su podigli tužbu.

Derivativne tužbe predstavljaju značajno pravno sredstvo kojim se članovima omogućava da utiču na korporativno upravljanje, odnosno na rad upravnih i nadzornih organa društva. Ipak, u praksi je ovaj institut prilično nerazvijen, što je posljedica određenih sistemskih nedostataka u njegovoj regulativi. Suštinski problem je što članovi društva nemaju neposredan interes za podizanje tužbe, jer uspjeh u sporu znači neposrednu korist za društvo, a tek posrednu za tužioca (i druge članove koji nisu bili tužioci) kroz pozitivan uticaj na cijenu akcija. Drugi ograničavajući faktor predstavlja obaveza snošenja troškova od strane tužioca u slučaju (potpunog ili djelimičnog) neuspjeha u sporu, kao i obaveza predujma troškova tokom postupka.

Kada društvu prijete insolventnost, izražen je sukob interesa povjerilaca, s jedne strane, i članova i uprave društva, s druge strane, naročito u zatvorenim društvima gdje vlasnici istovremeno upravljaju društvom ili imaju veliki uticaj na upravljanje društvom. Naime, specifičnost malih privrednih društava, u kojima postoji velika koncentracija vlasništva, jeste da su interesi članova i direktora usklađeni, što otvara problem djelovanja uprave na štetu povjerilaca, naročito u periodu prijeteće insolventnosti. S obzirom na to, odluku o podizanju tužbe protiv direktora zbog povrede posebnih dužnosti mogao bi donijeti tek stečajni upravnik, nakon otvaranja stečajnog postupka nad društvom. Ipak, sudska primjena instituta posebnih dužnosti prema društvu nakon otvaranja stečajnog postupka je prilično zadocnjela i neefikasna. Pored toga, pitanje je da li će stečajni upravnici imati adekvatne podsticaje da pokreću ovakve postupke (s neizvjesnim ishodom), naročito u situaciji kada stečajni dužnik nema imovinu iz koje bi se mogli

namiriti troškovi ovakvih postupaka. U nedostatku mehanizama koji bi riješili ovaj problem (npr. ovlaštenje za pokretanje istrage o potencijalnoj odgovornosti direktora za postupanje na štetu interesa povjerilaca i uspostavljanje posebnog fonda za finansiranje vođenja ovakvih postupaka u situaciji kada je imovina stečajnog dužnika nedovoljna i sl.), rješenje bi bilo da se povjeriocima omogući podizanje derivativne tužbe protiv direktora u slučaju povrede dužnosti prema društvu da u periodu prijeteće insolventnosti uzmu u obzir i njihove interese.

Zanimljivo je rješenje usvojeno u njemačkom, hrvatskom i slovenačkom pravu, gdje povjerioci imaju pravo na podnošenje direktne tužbe protiv članova uprave, a na osnovu činjenice da je prouzrokovana šteta društvu. Dakle, u ovom slučaju nije riječ o neposrednoj odgovornosti članova uprave za štetu koja je prouzrokovana povjeriocima društva, niti o derivativnoj tužbi, već o zahtjevu povjerilaca koji se zasniva na šteti koja je prouzrokovana društvu i koji je samim tim u potpunosti akcesoran zahtjevu društva (Barbić, 2007, p. 512, navedeno u Veličković, 2019, pp. 203–204). U slučaju da povjerilac uspije sa zahtjevom protiv člana uprave, dolazi do prestanka potraživanja povjerioca prema društvu, ali i potraživanja društva na ime naknade štete prema članu uprave (Veličković, 2019, p. 204).

Lepetić (2015, p. 187) ukazuje da bi se zaštita interesa društva mogla dodatno osigurati upravo davanjem povjeriocima prava na derivativnu tužbu, imajući u vidu da se pravo akcionara na podnošenje derivativne tužbe nije „primilo“ u Srbiji. Veličković (2019, p. 209), takođe, smatra da uvođenje derivativne tužbe povjerilaca u domaće pravo ne bi bilo suprotno duhu Zakona o privrednim društvima jer on već propisuje brojne mehanizme zaštite interesa povjerilaca, ali da bi to pravo povjeriocima trebalo dopustiti samo ako dokažu vjerovatnost potraživanja i okolnosti koje ukazuju da je namirenje tog potraživanja otežano. Pored toga, autorka smatra da bi bilo neophodno obezbijediti da se uspjeh u sporu neposredno odrazi na poziciju povjerioca, odnosno njegovo namirenje, što je moguće postići samo ako se uspostavi direktno pravo povjerilaca na namirenje od iznosa dobijenog u postupku po derivativnoj tužbi (uspostavljanjem obaveze tuženog na direktno plaćanje prema povjeriocu ili uspostavljanjem prava prioritarnog namirenja povjerioca koji je podnio tužbu) (Veličković, 2019, p. 212). Ipak, ovdje se nužno postavlja pitanje opravdanosti rješenja prema kojem iznos dosuđen društvu kojem je prouzrokovana šteta služi namirenju samo jednog povjerioca (Veličković, 2019, p. 212). Osim toga, da bi derivativna tužba povjerilaca doprinijela efikasnijoj primjeni pravila o dužnostima direktora u periodu prijeteće insolventnosti, mora se ublažiti problem informacione asimetrije, odnosno morali bi se obezbijediti dodatni mehanizmi u kompanijskom pravu, poput prava na informisanje i dostavljanje dokumenata povjeriocima i sl., ali je otvoreno pitanje kako opravdati takva prava povjerilaca. Dakle, da bi derivativna tužba povjerilaca doprinijela efikasnijoj primjeni pravila o posebnim dužnostima direktora u periodu prijeteće insolventnosti, nije dovoljno samo priznati povjeriocima pravo na podnošenje ove tužbe, nego je potrebno otkloniti sistemske nedostatke derivativne tužbe koji postoje i kada je podnose članovi privrednog društva, kao i dodatne nedostatke koji su vezani za položaj povjerilaca (poput informacione asimetrije).

4. Interes ostalih stejkholdera u „zoni insolventnosti“

Pored interesa povjerilaca, Direktiva o restrukturiranju i insolventnosti predviđa da će direktori u periodu prijeteće insolventnosti biti dužni da uzmu u obzir i interese *ostalnih stejkholdera*, ali ne određuje ko su ostali stejkholderi.¹² U teoriji se mogu naći različiti pristupi u određivanju ovog pojma. Širi pristup, koji je zagovarao Freeman, kao stejkholdere smatra bilo koju grupu ili pojedinca na koga utiče ili koji može uticati na ostvarivanje ciljeva društva (Marshall & Ramsay, 2012, p. 294). Mitchell, Agle & Wood (1997, pp. 853–854) smatraju da pojam i položaj stejkholdera nije fiksni, te su predložili model „istaknutosti“ (engl. *saliency model*) koji se zasniva na pretpostavci da „istaknutost“ interesa određenog stejkholdera zavisi od percepcije uprave o *moći, legitimitetu i urgentnosti* zaštite takvog interesa.¹³ Interesi koji se najviše „ističu“ su oni kojima u datom trenutku treba dati prioritet.

Ukoliko uzmemo u obzir navedene kriterijume, u periodu prijeteće insolventnosti, pored interesa članova društva, direktora i povjerilaca svakako su interesi zaposlenih oni koje treba uzeti u obzir. Kada društvu prijete insolventnost, njihovi interesi su posebno ugroženi, što je posljedica njihovog slabijeg (podređenog) položaja u odnosu na poslodavca i nemogućnosti diverzifikacije rizika. Najveći rizik za zaposlene u ovom periodu je gubitak zaposlenja, koje za njih znači i gubitak osnovnog (a nerijetko i jedinog) izvora prihoda. Drugi rizik je da će poslodavac kojem prijete stečaj pokušati neophodne uštede napraviti nauštrb radnika, umanjujući njihova prava iz radnog odnosa. Treći rizik je da im plata i druga potraživanja iz radnog odnosa za određen period neće biti isplaćeni.

Uporednopravno posmatrano, koriste se različiti pravni mehanizmi za zaštitu interesa zaposlenih: participacija zaposlenih u svojini „nad društvom“ – radničko akcionarstvo; participacija zaposlenih u odlučivanju, koja se sastoji u uključivanju zaposlenih u proces odlučivanja posredstvom predstavnika zaposlenih u savjetu zaposlenih,¹⁴ učešće predstavnika zaposlenih u upravnom ili nadzornom odboru¹⁵ ili

¹² U prijedlogu Direktive o restrukturiranju i insolventnosti postojala je definicija stejkholdera kojom su bili obuhvaćeni „pojedinci, grupe, organizacije ili lokalne zajednice koje su pogođene ili na drugi način imaju interes u poslovanju i uspjehu kompanije“. Ipak, ova definicija se ne nalazi u konačnom tekstu Direktive.

¹³ Moć se shvata kao mogućnost da jedno lice nametne svoju volju drugom licu/licima u određenom odnosu; legitimitet se odnosi na društvenu poželjnost interesa, odnosno kako društvo percipira taj interes; hitnost zavisi od toga da li je vrijeme ključni faktor u zaštiti određenog interesa i da li je neophodna snažna akcija u cilju zaštite tog interesa (Mitchell, Agle & Wood, 1997, pp. 853–854).

¹⁴ U Njemačkoj savjeti radnika direktno učestvuju u odlučivanju o svim pitanjima koja se tiču prava zaposlenih, dok se u ostalim državama predviđa samo obavezno informisanje i konsultovanje savjeta radnika, ali njihovo mišljenje o određenom pitanju nema obavezujući karakter. Vid. više, Enriques *et al.*, 2017, pp. 90–91.

¹⁵ Države članice Evropske unije koje nisu usvojile značajniju formu predstavljanja zaposlenih u odborima su Belgija, Bugarska, Kipar, Estonija, Italija, Letonija, Litvanija, Malta i Rumunija. Nasuprot tome, veliki broj država zahtijeva da predstavnici zaposlenih čine najmanje 1/3 odbora, poput Austrije, Danske, Luksemburga, Mađarske itd. Najrazvijeniju regulativu zaštite interesa zaposlenih kroz mehanizme korporativnog upravljanja razvila je Njemačka. Predstavnici zaposlenih imaju pravo na jednu trećinu članova nadzornog odbora, a u kompanijama sa preko 2000 zaposlenih, predstavnici zaposlenih čine polovinu članova nadzornih odbora. Vid. više, Enriques *et al.*, 2017, pp. 90–91.

pravo predlaganja, odnosno izbora člana/članova uprave (kadrovskog direktora/direktora za rad); te konačno, ograničenja u upravljanju društvom, kroz koja se nameće direktorima obaveza da uzimaju u obzir interese ostalih stejkholdera koji redovno uključuju interes zaposlenih. Navedene strategije štite interes zaposlenih kako u društvima koja su solventna, tako i u društvima kojima prijete insolventnost. Ipak, otvoreno je pitanje koliko je mehanizam predviđen Direktivom efikasan da zaštiti interese zaposlenih u periodu prijeteće insolventnosti ukoliko zaposleni nemaju način da „prinude“ direktore da uzmu u obzir njihove interese. Naime, zaposleni (kao ni ostali stejkholderi) nisu aktivno legitimisani za podnošenje tužbe protiv direktora za povredu posebnih dužnosti prema društvu, te ovom institutu „nedostaju zubi“, kako to slikovito opisuju Enriques *et al.* (2017, p. 92).

Na kraju, direktori će morati da uzmu u obzir i interes države i lokalne zajednice koji podrazumijeva održanje i povećanje zaposlenosti, ekonomski rast i razvoj i jačanje konkurentnosti. Istovremeno, interes države i lokalne zajednice je očuvanje trgovačkog morala, odnosno uredno izvršavanje preuzetih obaveza. Neuredno izmirivanje obaveza prema dobavljačima i ostalim povjeriocima moglo bi da dovede niz drugih poslovnih subjekata u finansijske probleme. Neuredno izmirivanje poreskih obaveza ne samo da smanjuje poreske prihode nego podstiče nedisciplinu ostalih poreskih obveznika. Dakle, interes države i lokalne zajednice je ekonomski zdrav privredni subjekat koji uredno izmiruje obaveze prema državi i lokalnoj zajednici, zaposlenima i ostalim povjeriocima, koji zadovoljava potrebe potrošača i korisnika usluga iz djelatnosti društva i vodi računa o zaštiti ljudskih prava i zaštiti životne sredine. Društvo koje je u krizi će biti naročito sklono društveno nepoželjnom ponašanju, praveći neophodne uštede na štetu zaposlenih, životne sredine, ljudskih prava, narušavanjem slobodne tržišne utakmice, izbjegavanjem plaćanja poreza i sl., otuda je nesumnjivo da ovim interesima treba obezbijediti adekvatnu pravnu zaštitu, ali je otvoreno pitanje na koji način i kroz koju granu prava tu zaštitu obezbijediti.

4.1. Izazovi ostvarivanja zaštite interesa ostalih stejkholdera

Kao što smo već ukazali, zaposleni i ostali stejkholderi nisu aktivno legitimisani za podnošenje tužbe protiv direktora u slučaju povrede dužnosti prema društvu. Enriques *et al.* (2017, pp. 107–108) smatraju da je, s obzirom na to da oni nemaju proceduralne mehanizme da prinude direktore da uzmu u obzir njihove interese, propisivanje dužnosti direktora prema ostalim nosiocima konstitutivnih interesa u društvu zapravo samo „izlog“ koji treba da sakrije nedostatak fundamentalnih regulatornih reformi za rješavanje širih društvenih problema.

Kada je riječ o zaposlenima, ukoliko prihvatimo da oni imaju interes da društvo kao poslodavac dobro posluje, a samim tim i interes da se staraju o zaštiti prava i interesa društva, onda se načelno može opravdati priznavanje zaposlenima ovlašćenja na podnošenje derivativne tužbe. Ipak, postoji niz razloga zbog kojih, po ocjeni pravne teorije, zaposleni nisu adekvatni tužiocima kod derivativne tužbe. Ključni razlog je što zaposleni čak ni na posredan način ne bi mogli imati korist od usvajanja tužbenog zahtjeva, za razliku od članova kao rezidualnih povjerilaca društva koji jedini imaju interes da se imovina društva

neograničeno uvećava (Veličković, 2019, p. 198). Osim toga, problem snošenja troškova postupka i informacione asimetrije, koji je prisutan kod članova društva i povjerilaca kao tužilaca kod derivativne tužbe, još je izraženiji u slučaju zaposlenih. Na kraju se postavlja pitanje, kako dobro primjećuje Veličković (2019, p. 198), da li se uopšte može očekivati da bi zaposleni podnio tužbu protiv direktora ili kontrolnog člana i time doveo u pitanje svoje zaposlenje u društvu, a da pri tome tužbu podnosi za račun društva.

Kada je riječ o ostalim stejkholderima, prvo je pitanje kome se ovlašćenje za podizanje tužbe priznaje, odnosno ko su ostali stejkholderi, a drugo na koji način uvećanje imovine društva (u slučaju uspjeha u postupku po derivativnoj tužbi) poboljšava pravnu poziciju ovih lica? Čak i ukoliko bismo uspjeli da odredimo krug lica kojima se priznaje ovo pravo, čini se da ova lica nemaju adekvatne podsticaje da podnesu tužbu za račun društva, a još manje dovoljno informacija za pokretanje i vođenje takvih postupaka. U vezi s tim, u literaturi se mogu naći prijedlozi da se pravo na podnošenje tužbe protiv direktora zbog povrede dužnosti prema društvu da tijelima sa javnopravnim ovlašćenjima, odnosno subjektima koji vrše sveobuhvatnu kontrolu poslovanja na tržištu (vid. Armour *et al.*, 2009; Keay, 2014, pp. 89–119; Quinn, 2019, pp. 1–11). Smatra se da bi se time obezbijedila efikasnija zaštita interesa ostalih stejkholdera, naročito države i lokalne zajednice, te da bi se na ovaj način otklonio sistemski nedostatak derivativne tužbe – nepostojanje neposrednog interesa za podizanje tužbe – jer bi javnopravna tijela bila dužna da vode računa o ovim interesima, nezavisno od (ne)postojanja ekonomske koristi (Quinn, 2019, p. 8). Iako se na ovaj način obezbjeđuje *ex post* zaštita interesa ostalih stejkholdera (tek kada direktori povrijede svoju dužnost da uzmu u obzir njihove interese), ukoliko bi sudska primjena njihovih dužnosti bila efikasnija, to bi djelovalo i preventivno, podstičući direktore da ispunjavaju propisane dužnosti kako ne bi bili sankcionisani.

Veličković (2019, p. 200) postavlja pitanje legitimnosti i opravdanosti da javnopravni subjekti, koji treba da štite prvenstveno javne interese, podnose tužbu koja je usmjerena na zaštitu pojedinačnog privatnopravnog interesa, miješajući se time u unutrašnja pitanja jedne kompanije. Ipak, prema našem mišljenju, ukoliko se prihvati da je svrha kompanija održivo poslovanje i zaštita širih društvenih interesa, onda interes društva ima karakter javnog interesa, te bi se upravo na osnovu toga moglo dati ovlašćenje javnopravnim subjektima da ostvaruju tako shvaćen interes društva. Ovakav pristup usvojen je u Australiji, gdje je Komisija za hartije od vrijednosti i investicije Australije (*Australian Securities and Investment Commission - ASIC*) ovlašćena da podnosi tužbe protiv direktora zbog povrede dužnosti prema društvu. Osim toga, u sudskoj je praksi (vid. *Cassimatis v. Australian Securities and Investments Commission*, par. 455, 461, 503), takođe, prihvaćeno da povreda dužnosti direktora (naročito dužnosti pažnje) predstavlja povredu ne samo privatnog, nego i javnopravnog interesa.

5. Zaključak

Kada društvu prijete nastupanje insolventnosti, članovi društva će biti skloni da utiču na direktore da preduzimaju rizične poslovne poduhvate ukoliko postoji i najmanja šansa za oporavak društva, jer znaju da više nemaju šta da izgube. „Pravni veo“ ih štiti od lične

odgovornosti za obaveze društva, dok su u slučaju stečaja njihovi interesi na posljednjem mjestu – imaju pravo na stečajni višak koji eventualno preostane po namirenju svih povjerilaca. Direktori takođe imaju interes da preduzmu sve kako bi izbjegli insolventnost, usklađenost interesa direktora i članova je naročito izražena u malim, zatvorenim društvima u kojima su članovi društva istovremeno i direktori ili imaju značajan uticaj na upravljanje društvom. Usljed toga dolazi do višestrukog sukoba interesa između članova i direktora društva, s jedne strane, i povjerilaca i ostalih stejkholdera, s druge strane. Preduzimanje rizičnih poslovnih poduhvata ili uzdržavanje od rizika, otvaranje stečajnog postupka ili nastavak poslovanja, investiranje ili dodatno zaduživanje, uštede na račun zaposlenih, dobavljača, životne sredine ili na račun isplate dividende članovima, naknada i nagrada direktorima i sl., samo su neka od pitanja kod kojih navedeni sukob interesa dolazi do izražaja.

Sve ovo govori da je u periodu kada društvu prijete insolventnost neophodno obezbijediti da članovi organa upravljanja uzimaju u obzir interese povjerilaca i ostalih stejkholdera, a ne samo interese članova. Iako u Evropi dominira stejkholderski model, prema kojem direktori imaju dužnost da rade u interesu društva, kao jednog *sui generis* interesa koji predstavlja sintezu interesa različitih stejkholdera, u praksi je interpretacija pojma „interes društva“ pod jakim uticajem *shareholder* teorije o primarnom interesu akcionara, tako da se interes društva izjednačava sa interesom akcionara. Direktiva o restrukturiranju i insolventnosti obavezuje države članice Evropske unije da obezbijede da direktori uzimaju u obzir interese povjerilaca i ostalih stejkholdera, pored interesa članova, u periodu kada je vjerovatno da će društvo postati insolventno, ostavljajući im slobodu da odluče na koji način će to postići.

Propisivanje dužnosti direktora da, u periodu kada postoji vjerovatnoća nastupanja insolventnosti, uzmu u obzir i interese povjerilaca i ostalih stejkholdera, ostavlja otvoreno pitanje momenta u kome ova dužnost nastupa, kao i načina na koji direktori treba da tretiraju brojne i često suprotstavljene interese različitih grupa stejkholdera. Prilikom implementacije čl. 19 Direktive, države članice će morati voditi računa da obezbijede pravnu sigurnost, jasno određujući na koji način direktori treba da se ponašaju, da li treba da balansiraju različite interese, tretirajući ih kao jednake bez obzira na težinu finansijskih problema u kojima se društvo nalazi, ili da uspostave hijerarhiju interesa prema stepenu ugroženosti, ili treba da zauzmu neki treći pristup. Pored toga, neophodno je jasno odrediti trenutak u kome se smatra da postoji vjerovatnoća nastupanja insolventnosti, odnosno kada dolazi do proširenja posebnih dužnosti direktora na povjerioce i ostale stejkholdere. Ukoliko navedena dužnost ne bude jasno i precizno određena, postoji opasnost da će direktori biti skloni pretjeranom uzdržavanju od preduzimanja poslovnih rizika u strahu od odgovornosti, te bi na taj način drugi cilj Direktive – promocija „kulture spasa“ i očuvanja održivog poslovanja – bio ugrožen. U samoj preambuli Direktive se ističe da direktori ne smiju biti obeshrabreni da donose razumne poslovne odluke i preuzimaju razumne poslovne rizike, naročito kada bi to moglo da unaprijedi izgleda za restrukturiranje potencijalno održivog poslovanja.

Na kraju, važno je napomenuti da deklarativna dužnost uzimanja u obzir interesa povjerilaca i ostalih stejkholdera u periodu prijeteće insolventnosti ne bi donijela suštinsku promjenu, niti bi ostvarila proklamovani cilj zaštite legitimnih interesa povjerilaca (i

ostalnih stejkholdera) od odluka uprave koje mogu imati negativan uticaj na imovinu društva. Stoga je neophodno obezbijediti efikasnu sudsku primjenu instituta posebnih dužnosti direktora, koja predstavlja i najslabiju i najvažniju kariku ovog problema. Broj tužbi podnesenih zbog povrede posebnih dužnosti prema društvu u gotovo svim pravnim sistemima je mali, što je posljedica sistemskih nedostataka ovog instituta (sukob interesa kod tužbe koju podiže društvo, nepostojanje neposredne koristi za tužioce kod derivativne tužbe, obaveza snošenja troškova postupka, informaciona asimetrija, problem kolektivne akcije i sl.). Priznavanje prava povjeriocima, zaposlenima ili subjektima koji vrše kontrolu poslovanja na tržištu na podizanje tužbe protiv direktora zbog povrede posebnih dužnosti ima određene prednosti, ali i brojne izazove i nedostatke. Ipak, ukoliko se želi promijeniti duboko ukorijenjena predstava o prvenstvenom interesu članova, neophodno je obezbijediti da direktori koji ne budu vodili računa o interesima povjerilaca i ostalih stejkholdera u periodu prijeteće insolventnosti budu odgovorni za takvo ponašanje. Stoga, prepoznavanje problema i nedostataka u postojećem sistemu dužnosti i odgovornosti direktora treba shvatiti kao poziv na traženje optimalnog rješenja, a ne kao prepreku zbog koje ćemo zadržati *status quo*.

Literatura

- Armour, J. *et al.* 2009. Private Enforcement of Corporate Law: An Empirical Comparison of the UK and US. *ECGI Working Paper Series in Finance*, Working Paper N° 234.
- Barbić, J. 2007. *Pravo društava, knjiga druga, Društva kapitala*. 4. izdanje. Zagreb: Organizator.
- Choudhury, B. & Petrin, M. 2019. *Corporate Duties to Public*. Cambridge: Cambridge University Press. doi: <https://doi.org/10.1017/9781108377072>.
- Davies, P. 2006. Directors' Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in the Vicinity of Insolvency. *European Business Organization Law Review*, 7(1), pp. 301–337. doi: <https://doi.org/10.1017/S1566752906003016>.
- Enriques, L. *et al.* 2017. The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies in: Kraakman, R. *et al.* (eds), *The Anatomy of Corporate Law - A Comparative and Functional Approach*. Third Edition. Oxford: Oxford University Press, pp. 79–143.
- Gerner Beuerle, C. & Schueter E. P. 2014. The Evolving Structure of Directors' Duties in Europe. *European Business Organization Law Review*, 15, pp. 191–233. doi: <https://doi.org/10.1017/S1566752914001104>.
- Gerner Beuerle, C., Paech, P. & Schuster, E. P. 2013. *Study on Directors' Duties and Liabilities*. London: London School of Economics.
- Goosens, R. 2017. The European Initiative on the Harmonization of Directors' Duties in the Vicinity of Insolvency. *Nottingham Insolvency and Business Law e-Journal*, 5(3) (stranice nisu označene).
- Hansmann, H. & Kraakman, R. 2001. The End of History of Corporate Law. *Georgia Law Review*, 89, pp. 440–468.
- INSOL Europe. 2010. *Harmonisation of insolvency law at EU level - Note*. Dostupno na: https://www.eesc.europa.eu/resources/docs/ipol-juri_nt2010419633_en.pdf, (12. 12. 2020).

- Jevremović Petrović, T. 2011. Poverioci u kompanijskom pravu i instrumenti njihove zaštite. *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*, LIX (1), pp. 223–254.
- Kalss, S., Adensamer, N. & Oelkers, J. 2006. Director's Duties in the Vicinity of Insolvency – a comparative analysis with reports from Germany, Austria, Belgium, Denmark, England, Finland, France, Italy, the Netherlands, Norway, Spain and Sweden. In: Luter, M. (ed.), *Legal Capital in Europe*. Berlin/Boston: De Gruyter, pp. 112–143.
- Keay, A. 2007. *Company Directors' Responsibilities to Creditors*. London & New York: Routledge Cavendish. doi: <https://doi.org/10.4324/9780203945438>.
- Keay, A. 2008. Ascertaining the Corporate Objective: An Entity Maximization and Sustainability Model. *The Modern Law Review*, 1(5), pp. 663–698. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1468-2230.2008.00711.x>.
- Keay, A. 2010. Stakeholder Theory in Corporate Law: Has It Got What It Takes?. *Richmond Journal of Global Law and Business*, 9(3), pp. 249–300. doi: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1531065>.
- Keay, A. 2014. The Public Enforcement of Directors' Duties: A Normative Inquiry. *Common Law World Review*, 43(2), pp. 89–119. doi: <https://doi.org/10.1350/clwr.2014.43.2.0267>.
- Keay, A. 2015. The Shifting of Directors' Duties in the Vicinity of Insolvency. *International Insolvency Review*, 24(2), pp. 140–164. doi: <https://doi.org/10.1002/iir.1236>.
- Lepetić, J. 2015. *Kompanijskopravni režim sukoba interesa – Dužnost lojalnosti*. Beograd: Univerzitet u Beogradu – Pravni fakultet.
- Marshall, S. & Ramsay, I. 2012. Stakeholders and Directors' Duties: Law, Theory and Evidence. *University of New South Wales Law Journal*, 35(1), pp. 291–316. doi: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1402143>.
- Mihajlović, B. 2017. Cilj poslovanja privrednog društva – Samo sticanje dobiti ili još nešto?. *Pravo i privreda*, 4–6, pp. 140–157.
- Mihajlović B. 2018. *Dužnost lojalnosti u privrednom društvu*. Doktorska disertacija. Kragujevac: Univerzitet u Kragujevcu – Pravni fakultet.
- Mihajlović, B. 2019. Posebne dužnosti u periodu rizika od stečaja. *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*, LXVII (3), pp. 186–215. doi: <https://doi.org/10.5937/AnaliPFB1903196M>.
- Millon, D. 2013. Radical Shareholder Primacy. *University of St. Thomas Law Journal*, 10(4), pp. 1013–1044.
- Mitchell, K. R., Agle R. B. & Wood J. D. 1997. Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts. *The Academy of Management Review*, 22(4), pp. 853–886. doi: <https://doi.org/10.5465/amr.1997.9711022105>.
- Quinn, J. 2019. The Sustainable Corporate Objective: Rethinking Directors' Duties. *Sustainability*, 11. doi: <https://doi.org/10.3390/su11236734>.
- Radović, V. 2018. *Stečajno pravo – knjiga prva*. Beograd: Univerzitet u Beogradu – Pravni fakultet, Centar za izdavaštvo i informisanje.
- Schillig, M. 2010. The Transition from Corporate Governance to Bankruptcy Governance – Convergence of German and US Law?. *European Company and Financial Law*

- Review*, 7(1), pp. 116–157. doi: <https://doi.org/10.1515/ecfr.2010.116>.
- Sjåfjell, B. 2020. Sustainable Value Creation Within Planetary Boundaries - Reforming Corporate Purpose and Duties of the Corporate Board. *Sustainability*, 12(15), p. 6245. doi: <https://doi.org/10.3390/su12156245>.
- UNCITRAL. 2013. *Legislative Guide on Insolvency Law - Part four: Directors' obligations in the period approaching insolvency*. New York: United Nations.
- Vasiljević, M. 2013. *Korporativno upravljanje – izabrane teme*. Beograd: Udruženje pravnika u privredi Republike Srbije.
- Veličković, J. 2019. *Derivativna tužba*. Beograd. Pravni fakultet – Univerzitet u Beogradu.
- Wabl, G. 2019. To File, or Not to File: That Is the Question. Directors' Duties in the Company Crisis: A Critical Comparison of the UK and the Austrian Framework in the Light of the Upcoming EU Restructuring Directive. *Business Law Review*, 40(2), pp. 49–65
- Williams, A. C. & Conley J. 205. An Emerging Third Way? The Erosion of the Anglo American Shareholder Value Construct. *Cornell International Law Journal*, 38(2), pp. 494–551.
- Winter, J. et al. 2002. *Report of the High-Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*. Brussels. Dostupno na: https://ecgi.global/sites/default/files/report_en.pdf.
- Wood, J. 2007. Directors Duties and Creditor Protections in the Zone of Insolvency: A Comparison of the United States, Germany and Japan. *Pen State International Law Review*, 26(1), pp. 139–168.

Pravni izvori

Evropska unija

- Commission of the European Communities. 2003. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward. COM (2003) 284, Final. Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex%3A52003DC0284>.
- Directive (EU) 2019/1023 of the European Parliament and of the Council of 20 June 2019 on preventive restructuring frameworks, on discharge of debt and disqualifications and on measures to increase the efficiency of procedures concerning restructuring, insolvency and discharge of debt, and amending Directive (EU) 2017/1132, OJL 172/18. Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/LSU/?uri=CELEX:32019L1023>.
- European Commission. 2016. Proposal for Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU, COM(2016), 723 final.
- European Commission. 2001. Green Paper: Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility. COM (2001) 336/1. Dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/DOC_01_9, (15. 8. 2020).

European Commission. 2020. *Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance - Final Report*. Brussels. Dostupno na: <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>, (20. 8. 2020).

Velika Britanija

Companies Act. 2006. Dostupno na: https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf.

Insolvency Act. 1986. Dostupno na: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/45/contents>.

Australija

Cassimatis v. Australian Securities and Investments Commission [2020] FCAFC 52.

Irena M. Radić, MA

Teaching Assistant, Faculty of Law, University of Banja Luka, Bosnia and Herzegovina
e-mail: irena.radic@pf.unibl.org

DIRECTORS' DUTY TO CONSIDER THE INTERESTS OF CREDITORS AND OTHER STAKEHOLDERS WHEN THERE IS A LIKELIHOOD OF INSOLVENCY

Summary

Directive (EU) 2019/1023 on restructuring and insolvency requires member states to ensure that, where there is a likelihood of insolvency, directors have due regard for the interests of creditors, equity holders, and other stakeholders. In this paper, the author analyzes the legal position and interests of creditors and other stakeholders when there is a risk of insolvency and briefly addresses the legal mechanisms of corporate law that are directed to protect the interests of creditors and other stakeholders. The author also analyzes the content of directors' duty as required by the Directive and the constraints and legal challenges of enforcement of the directors' duty to act in the interests of creditors and other stakeholders.

Keywords: directors' duties, interests of creditors, stakeholders, vicinity of insolvency, likelihood of insolvency.

Primljeno: 30. 10. 2020.

Izmenjeno: 21. 1. 2021.

Prihvaćeno: 31. 3. 2021.