

др *Тайјана ЈЕВРЕМОВИЋ ПЕТРОВИЋ*  
доцент Правног факултета Универзитета у Београду

## ОБАВЕЗНО ОБЈАВЉИВАЊЕ КАО ИНСТРУМЕНТ ЗАШТИТЕ ПОВЕРИЛАЦА У КОМПАНИЈСКОМ ПРАВУ\*

### Резиме

*Овај рад бави се ишћањем ишћребе и средсћвима зашћишће ишверилаца у комћанијском иправу кроз обавезно објављивање одрећених информација и ишодашћака о друшћиву. Ишћакнућто је да објављивање може да буде добровољно или обавезно, с шћим да ово ишследње има бројне ишредносћи. Објављивање се односи на основне ишодашћке о друшћиву, кайишћал и финансијску ситћуацију друшћива, нарочитио ишћешем сачићавања и објављивања ишодишћњих и друћих финансијских извешћиаја. Поред ишћоиа, све више ишћсћају значајне и друће информације које се објављују ради друшћивеној и еколошкој извешћиавања. Ишћак, обавезно објављивање ишћред несумћивој значаја има и неишћивних ситћрана, нарочитио у ишћоледу оираниченој домешћа и великих ишћрошкова. Такође, објављивање заједно са друћим инсћруменћима осћиварује функцију зашћишће ишверилаца, шће се као једно од најзначајнијих сћорних ишћћања ишћсћавања однос објављивања у односу на друће инсћруменћие комћанијској и сродних ишћрана иправа. Сћоиа иправа мера информисања и склад са друћим инсћруменћиима зашћишће ишћредсћављају циљ коме би иправо ишћребало да ишћежи.*

**Кључне речи:** *ишвериоци, информисање, финансијски извешћиаји, оишћишћи ишћодаци о друшћиву, ишћруће друшћивава, одиговорносћи.*

---

\* Овај рад је настао у оквиру пројекта *Развој ишћравној ситћстема Србије и хармонизација са ишћравом Еврoйске уније – ишћравни, економски, ишћолишћички и социолошци асћекћии (2011. ишћодине), на Правном факултету Универзитета у Београду.*

## I Увод

Повериоци друштва штите се бројним инструментима компанијског права, с тим да свако национално право специфично уређује заштиту бирајући одговарајући обим и врсту тих инструмената. Два су могућа вида заштите поверилаца: индивидуално обезбеђење, које значи да се сваки поверилац, зависно од своје економске моћи, потреба и других околности, брине о свом потраживању и (потреби) додатног обезбеђења. Други вид састоји се у регулаторној интервенцији, при којој сам законодавац предвиђа инструменте који имају циљ да заштите повериоце (све или само неке) од разних врста ризика, који су нарочито изражени у опортунистичком понашању управе (директора) и власника друштва. За разлику од индивидуалне заштите која погодује, по правилу, већим и економски снажнијим дужницима, ефикасна заштита поверилаца остварује се и увођењем таквих инструмената, који покушавају да пружи обезбеђење свим повериоцима.

Међу регулаторним механизмима у циљу заштите поверилаца примењују се, пре свега, строга правила о капиталу друштва, као најшири вид њиховог обезбеђења. Правилима која установљавају почетни капитал, и служе његовом одржавању повериоци добијају апстрактно обезбеђење својих потраживања, јер ће управо имовина друштва служити за њихово намирење.<sup>1</sup>

Поред капитала, упоредна национална права познају и правила о одговорности одређених лица, чије понашање може да штети повериоцима. Осим примене општих правила о одговорности, у упоредном праву срећу се и посебна правила о одговорности која је најчешће у вези са стечајем.

Међу инструментима колективне заштите поверилаца нарочито се истичу, поред правила о капиталу друштва и одговорности појединих лица, и правила о обавезном информисању поверилаца, на којима ћемо се задржати.

Као и капитал, правила о обавезном објављивању информација представљају вид *иревенџивне заштитне* поверилаца, дакле такве која омогућава повериоцима заштиту пре него што је дошло до реализације ризика у погледу њиховог намирења.<sup>2</sup> Информисање представља преду-

1 Тај концепт се већ годинама значајно преиспитује у светлу аргумената да капитал заправо није гаранција већ „привид гаранције“ поверилаца, који се не могу заштити од лоших пословних активности својих дужника. Критику концепта капитала и аргументе вид. нпр. код: John Armour, *Share capital and creditor protection: Efficient rules for a modern company law?*, Working Paper Series, WP 148, University of Cambridge, Cambridge, December 1999, стр. 11 и даље.

2 Информисање поверилаца представља кључни део правила компанијског (и једнако берзанског) права, без којих одређени институти не би могли успешно да

слов за индивидуалну заштити поверилаца, јер утиче на заснивање односа (у складу са процењеним ризиком), и његово трајање (реализација ризика који су предвиђени у појединим уговорним клаузулама из основног односа повериоца са привредним друштвом). Иницијални моменат заснивања односа, али и континуирано праћење или промена ризика нису могући без прикупљања информација о друштву и његовој могућности испуњења обавезе у будућности, и засновани су како на информацијама које су доступне јавности, тако и на приватним информацијама које обезбеђује само друштво. Ипак, приватне информације нису увек и у једнакој мери свима доступне. Због тога обавезно информисање има низ предности у односу на добровољно: информације које друштво добровољно пружа сматрају мање поузданим, теже су упоредиве са подацима других друштава, и, по правилу, значајно зависе од оног ко их прикупља, објављује (и користи).<sup>3</sup>

Обавезно информисање представља значајно средство заштите поверилаца, чији је циљ, између осталог, уштеда трошкова индивидуалног информисања сваког учесника на тржишту.<sup>4</sup> Но, обавезно објављивање је много више од тога. Поред бројних значајних функција које има (о чему ће касније бити речи), објављивање све више представља самостални регулаторни механизам и, према многим мишљењима, најзначајније средство у заштити поверилаца. Ипак, тешко је закључити да је објављивање једини довољни механизам, односно адекватна алтернатива материјалним правилима чији је циљ заштита поверилаца.

Већина модерних права познаје правила о обавезном објављивању, и она се односе на основне податке о друштву. Осим тога, нарочито је значајно обавезно сачињавање и провера финансијских извештаја, као и њихово објављивање.

Присуство правила о објављивању карактеристика је и комунитарног компанијског права, где „...не постоји законодавни акт који се примарно не тиче информисања“.<sup>5</sup> Извештај групе стручњака међу основним закључцима у односу на компанијско право и правце његовог развоја указује на објављивање као један од основних принципа, путем

---

остваре своју сврху (баналан пример би био објављивање података о имену и форми друштва, седишту и другим основним елементима, који омогућавају да друштво функционише у правном промету). Поред компанијског и берзанског права, објављивање има значај и у другим блиским гранама права, попут рачуноводственог и стечајног.

- 3 Charlotte Villiers, *Corporate Reporting and Company Law*, Cambridge University Press, Cambridge, 2006, стр. 14.
- 4 Eillis Ferran, *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford University Press, Oxford, 2008, стр. 77.
- 5 Stefan Grundmann, *European Company Law: Organization, Finance and Capital Markets*, Intersentia, Antwerpen – Oxford, 2007, стр. 153.

кога се омогућава члановима, повериоцима и другима да предузимају мере којима ће у највећој мери штитити своје интересе.<sup>6</sup> Објављивање доминира не само компанијским правом, већ и другим сродним областима, попут права које регулише финансијска тржишта, и сматра се важним средством заштите не само поверилаца, већ и других група, као што су инвеститори, држава или трећа лица. У том погледу чини се да постоји највећи консензус у погледу ефеката овог инструмената заштите поверилаца, што није случај са другим институтима (као што је капитал друштва и његово одржавање, али и обим и услови одговорности одређених лица према повериоцима).

Међутим, питање обима и обавезе информисања заправо је најчешћи предмет расправа последњих година.<sup>7</sup> Дакле, све више се преиспитују добити објављивања наспрам трошкова, а такође се под сумњу ставља корист информација које су предмет објављивања. Повод интензивне расправе на ову тему свакако су неуспех неких великих привредних друштава широм света, и скорашња економска криза. Такви догађаји често се везују за неефикасност правних механизма, међу којима информисање заузима значајно место. Дакле, неспорно је да је информисање кључни саставни део компанијског права, али је питање какву улогу има (и може да има), и у ком обиму, у циљу заштите интереса многобројних друштвених група, између осталог, и поверилаца, о којима ће у највећем делу у наредним излагањима бити речи.

## II Обавезно и добровољно информисање

Информисање представља скуп радњи којима се трећим заинтересованим лицима (па и повериоцима) омогућује увид у податке на основу којих могу ефикасније да поступају на тржишту (и реализују своја права и обавезе). Радње које се састоје у пружању информација могу да буду добровољне или императивне. У правној теорији постоје различити приступи у односу на начин прикупљања информација. Једни мисле да само тржиште треба да пружи адекватну количину информација, дакле, да учесници на тржишту нуде ону количину нужних информација које су неопходне другима и којима остварују највећу корист.<sup>8</sup> Најубедљивији је аргумент да су пружене информације управо

6 *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussels, 4 November 2002. (даље цитирано као *Report of the High Level Group*), доступно на адреси: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/modern/index\\_en.htm#background](http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm#background), 4.5.2010., стр. 4.

7 Више вид: Hanno Merkt, „Creditor Protection Through Mandatory Disclosure“, *European Business Organization Law Review*, vol. 7, 2006, стр. 97–98.

8 S. Grundmann, *нав. дело*, стр. 155.

оне које су заинтересованим лицима потребне. Са друге стране, обавезно информисање подразумева да је друштво обавезно да пружи одређене податке, чиме се омогућава широком кругу заинтересованих лица да дођу до неопходне информације, без сношења трошкова у њеном прибављању. Нарочиту корист имају они који на други начин не могу да прибаве неопходне информације. Ипак, правила о обавезном објављивању сувише су ригидна и не прилагођавају се потребама конкретно заинтересованих лица.<sup>9</sup>

У теорији је истакнут велики број аргумената за и против (обавезног) информисања. Они се односе уопште на објављивање и у односу на сва заинтересована лица, али ће већина бити једнако применљива и на повериоце.

Тако се за обавезно објављивање истичу бројни аргументи.<sup>10</sup> То су, на пример, ограничена одговорност, којом се ризик за неуспех привредног друштва пребацује са власника на повериоце, те отуд потреба обавештавања о врсти и обиму одговорности.<sup>11</sup> Затим, објављивање је значајно средство у спречавању злоупотреба, нарочито оних у вези са хартијама од вредности и тржиштем капитала. Следећа функција објављивања је заштита инвеститора (пре свега неуких и мањих), што је редован аргумент у прилог информисању уопште. Одговорност одређених лица се нарочито истиче путем „надзорног дејства“ објављивања, и пре свега је у интересу акционара, и иначе у унутрашњим односима у друштву.<sup>12</sup> Обавезно објављивање сматра се ефикасним средством регулисања одређених питања, па чак и као могућа алтернатива у регулаторној интервенцији, о чему ће бити речи. Најзад, објављивање се све чешће сматра значајном заштитом јавног интереса, нарочито у сфери екологије и друштвене одговорности.<sup>13</sup> Наравно, све наведене околности нису једнако значајне, нити имају сврху једнаке заштите свих постављених циљева.

Правила о објављивању имају и низ недостатака. Она се, пре свега, односе на цену – трошкови објављивања су сувише значајни и премашују добит која се остварује.<sup>14</sup> Осим тога, често се објављивањем добијају информације које нису релевантне или су превазиђене (као што су финансијски извештаји чији подаци указују на прошлост), или

9 О различитим мишљењима вид. S. Grundmann, *нав. дело*, стр. 155.

10 Разлози у прилог обавезног информисања наведени према: C. Villiers, *нав. дело*, стр. 16–28.

11 Ross Grantham, „The judicial extension of directors’ duties to creditors“, *Journal of Business Law*, бр. 9–10, January 1991, стр. 13–14.

12 C. Villiers, *нав. дело*, стр. 21.

13 Више о тим разлозима вид. *Ibid.*, стр. 30.

14 *Ibid.*, стр. 28.

их је тешко разумети, што је нарочито карактеристично за финансијске податке о друштву.<sup>15</sup> Не треба занемарити ни све више захтева у погледу броја информација које се морају објавити. То може да има негативне ефекте, јер збуњује улагаче (и друга заинтересована лица),<sup>16</sup> или су толико затрпани информацијама, што их одвраћа од њиховог детаљног проучавања.<sup>17</sup> Такође, проблеми постоје и у односу на тачност објављених података, а нарочито одговорност појединих лица.<sup>18</sup>

Један од јачих аргумената против обавезног објављивања указује на једнообразност и крутост таквих података.<sup>19</sup> Тиме се уједно истиче неколико најзначајнијих предности информација које се добијају индивидуално у односу поверилац – дужник: конкретније су и односе се на више детаља, релевантних за њихов међусобни однос, а притом су редовније и више помажу у процени садашњег (финансијског) стања дужника.<sup>20</sup>

Значајну критику у односу на обавезност објављивања дали су махом амерички аутори, који узимају у обзир постојање приватних агенција које прикупљају податке о платежној и кредитној способности дужника, као и друге начине прибављања информација, заснованих на индивидуалној или уговорној основи.<sup>21</sup> Међутим, корист од информација прикупљених ван система обавезног објављивања је, по правилу, мања од трошкова њиховог прикупљања.<sup>22</sup> Критика обавезног објављивања формулисана је у оквиру неколико теорија, чија се суштина своди на аргументе „економске спреге власника и управитеља (менаџера)“, односно, „економску исплативост добровољног обавештавања“.<sup>23</sup> Чини се да, ипак, такви аргументи пре свега имају у виду намену обавезног информисања у заштити улагача. У односу на повериоце (иако они могу

15 *Ibid.*, стр. 28 и даље.

16 Небојша Јовановић, „Извештавање о пословању акционарског друштва“, у: Мирко Васиљевић, Вук Радовић (уредници), *Корпоративно управљање: групи гео*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2009, стр. 196.

17 Вук Радовић, *Накнада члановима управе акционарској друштва: Прејоруке добре праксе корпоративног управљања*, Правни факултет Универзитета у Београду, Центар за издаваштво и информисање, Београд, 2011, стр. 422.

18 Н. Јовановић, *нав. рад*, стр. 196.

19 Е. Ferran, *нав. дело*, стр. 333.

20 *Ibid.*, стр. 329.

21 Reinier Kraakman, „Concluding Remarks on Creditor Protection“, *European Business Organization Law Review*, vol. 7, 2006, стр. 467; Н. Merkt, „Creditor Protection Through Mandatory Disclosure“, стр. 106.

22 R. Kraakman, *нав. рад*, стр. 102.

23 Н. Јовановић, *нав. рад*, стр. 194–6. Вид. више о аргументима против обавезног информисања, *Ibid.*, стр. 196.

да буду истовремено и улагачи) не могу се у потпуности прихватити сви аргументи, те је за њих, некада већи значај обавезно објављених информација.

Ипак, најзначајнији ограничавајући елемент обавезног објављивања чине заправо границе самог тог инструмента. Наиме, уколико се посматра разлог релативно ограничене употребе информисања, чини се да је то управо *ограничени домети информација које су доспјујине на основу обавезе информисања*.<sup>24</sup> Наиме, не само да су неке информације недовољне у формирању праве слике о финансијском стању у друштву (на пример, показују какав је био однос имовине и обавеза у једном тренутку у прошлости, а не какви су будући пословни планови и изгледи у погледу солвентности друштва), већ често могу да буду и непоуздани (нарочито у мањим друштвима, где нема довољно развијених механизма унутрашње или спољне контроле).<sup>25</sup> Осим тога, обавезно објављивање штити више интереса, што доводи до ограниченог ефекта прикупљених информација само за једну групу: повериоце, јер се употреба неке информације разликује за инвеститора у односу на повериоца.<sup>26</sup> Истиче се, наиме, да што је обавештавање инвеститора веће, мања је потреба за посебним извештавањем које посебно штити повериоце, јер је претпоставка да су инвеститорима потребније чешће и детаљније информације од поверилаца. Њима информације по правилу највише користе у тренутку заснивања односа, а касније само уколико значе могућу инсолвентност дужника.<sup>27</sup>

### III Циљеви (обавезног) информисања

Међу најзначајнијим циљевима информисања нарочито се истичу заштита тржишта и стварање поверења инвеститора у тржиште. Поред тога, информисање штити интересе различитих категорија лица – на прво место долазе инвеститори, а затим и повериоци и друга лица. Информисање је значајно за транспарентност друштава (како у смислу компанијског права: унутрашња и спољна транспарентност), тако и у смислу берзанског права (учешће на тржишту разних субјеката ради чијег равноправног положаја се настоји да се уклони информациона асиметрија). Најзад, значајан циљ према многим мишљењима представља и замена за материјална правила, те објављивање служи као

24 Н. Merkt, „Creditor Protection Through Mandatory Disclosure“, стр. 111.

25 О ограничењима вид. *Ibid.*

26 О томе више вид: *Ibid.*, стр. 112.

27 Вид. више: *Ibid.*, 112–113.

довољан регулаторни механизам у уређењу појединих питања. О сваком од њих биће нешто више речи.

## 1. Заштита тржишта

Основни циљ правила компанијског и берзанског права требало би да буде функционисање и остваривање ефикасног тржишта.<sup>28</sup> Поред тога, значај објављивања лежи у заштити поверења учесника на тржишту у његово функционисање, а затим и заштита интереса учесника на тржишту (чланова друштва – инвеститора, поверилаца, запослених, друштва и других). Дакле, циљ је објављивања заштите тржишта као целине.<sup>29</sup> Притом, што је већа сигурност појединих лица на тржишту, то је извеснија стабилност тржишта на ком наступају. Иако већина аутора истиче да је примарни циљ објављивања заштита тржишта и поверење инвеститора, а тек секундарно заштита интереса појединих лица, транспарентност и друге функције компанијског и берзанског права,<sup>30</sup> ипак поједини аутори сматрају да су поверење и заштита инвеститора, као и злоупотреба једнако важни циљеви.<sup>31</sup> У сваком случају, незаобилазан ефекат сигурност тржишта остварује се и у односу на сигурност појединачних интереса инвеститора, и других заинтересованих лица, која учествују на тржишту.<sup>32</sup>

Објављивање информација подстиче тачно одређивање цене на тржишту, те су средства обезбеђења и други инструменти задуживања тачно процењени, што им омогућава да буду ефикасније искоришћени.<sup>33</sup> Дакле, такав ефекат указује да је цена коју има објављивање мања од позитивних ефеката који се њим постижу. Тај аргумент већ је раније истакнут, и заједно са чињеницом да објављивање смањује трошкове које би иначе имали појединци у прикупљању информација које су им неопходне,<sup>34</sup> указује на значај употребе овог инструмента. Због тога

28 У том правцу све више иду савремена размишљања, нарочито у оквиру ЕУ, која има циљ успостављања и функционисања унутрашњег тржишта. Вид. нпр. *Report of the High Level Group*, стр. 29–30.

29 Н. Merkt, „Creditor Protection Through Mandatory Disclosure“, стр. 99.

30 Hanno Merkt, „Disclosing Disclosure: Europe’s Winding Road to Competitive Standards of Publication of Company-Related Information“, у: Guido Ferrarini, Klaus Hopt, Jaap Winter, Eddy Wymeersch (editors), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford University Press, Oxford, 2004, стр. 121.

31 Више о различитим мишљењима вид. *Ibid.*

32 Gerard Hertig, „Codetermination as a (Partial) Substitute for Mandatory Disclosure?“, *European Business Organization Law Review*, vol. 7, 2006, стр. 124.

33 Н. Merkt, „Creditor Protection Through Mandatory Disclosure“, стр. 100.

34 Више о позитивним аспектима обавезног, наспрам индивидуалног информисања вид. *Ibid.*, стр. 101.



је логичан развој правила о објављивању у Америци, који се везује за велику кризу на берзи 30-их година прошлог века, након које је уследила значајна интервенција путем регулисања тржишта капитала и установљавања независне Комисије за трговину хартијама од вредности, подразумевала и информисање, као један од кључних аспеката тог регулисања.<sup>35</sup>

Упркос чињеници да објављивање има првенствени циљ да заштити тржиште, а тиме и учеснике на њему, пре свега инвеститоре, постоје и бројни противаргументи таквој тези. Нарочито је критика на рачун обавезног информисања пренета на терен економске анализе користи коју такво објављивање пружа. Резултати таквих анализа водили су противречним закључцима о користи и значају обавезног објављивања у заштити права инвеститора и утицају на цене хартија од вредности на тржишту.<sup>36</sup> Тако главни противаргумент обавезном информисању и даље остају трошкови који га прате, чинећи га скупим средством заштите заинтересованих лица, поготово уколико је избор информација које се обавезно објављују неодговарајући.<sup>37</sup> Чине се, међутим, убедљивији аргументи за објављивање, о чему је већ било речи.

## 2. Заштита одређених категорија лица

Објављивање представља један од значајних инструмената компанијског права, чији се циљ и смисао редовно схвата и као заштита разних категорија лица. Стога се објављивање сматра „питањем од јавног значаја“.<sup>38</sup> Прва правила о објављивању познавали су енглеско и америчко право, и то првенствено у циљу регулисања тржишта хартијама од вредности. Стога је једна од почетних идеја информисања била управо *заштита* инвеститора, односно улагача и успостављање сигурности на тржишту капитала. Многи сматрају да се и даље циљ обавезног информисања своди на заштиту (или је у интересу) инвеститора, којима олакшава учешће на тржишту пружањем информација о цени хартија од вредности.<sup>39</sup> Међутим, поједини аутори истичу да то није био једини

35 Вид. више: Paul Mahoney, „Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems“, *University of Chicago Law Review*, vol. 62, 1995, стр. 1068.

36 Више о тим анализама и резултатима вид. Ian Ramsay, „Models of Corporate Regulation: the Mandatory/Enabling Debate“, у: Charles Rickett, Ross Grantham (editors), *Corporate Personality in the 20th Century*, Hart publishing, Oxford, 1998, стр. 246–247.

37 Вид. више: Hanno Merkt, „Disclosure Rules as a Primary Tool for Fostering Party Autonomy“, у: Stefan Grundmann, Wolfgang Kerber, Stephen Weatherill (editors), *Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market*, de Gruyter, Berlin, New York, 2001, стр. 233 и даље.

38 C. Villiers, *нав. дело*, стр. 15.

39 P. Mahoney, *нав. рад*, стр. 1047–1048.

(ни првенствени) циљ информисања, већ је примарна идеја, пре свега, било решавање тзв. агенцијских проблема: оснивачи (или лица којима је поверено оснивање) – инвеститори, са једне стране, и управа – акционари са друге стране.<sup>40</sup> Циљ увођења одредби о обавезном објављивању информација у вези са оснивањем друштва и емисијом хартија од вредности није био да што боље информише инвеститоре да ли да уложе у хартије или не, већ који су потенцијални супротни интереси оснивача или лица која делају у њиховом интересу (и за њихов рачун).<sup>41</sup> Упоредо са таквим циљевима, енглеско право је установило и правила о периодичном извештавању о пословним резултатима друштва, првенствено у циљу заштите поверилаца, чак и пре увођења правила о ограниченој одговорности.<sup>42</sup> Циљ таквих правила био је обавештавање поверилаца о лицима која ће сносити обавезу у случају да то не може да учини само друштво.<sup>43</sup> Увођењем ограничене одговорности обавештавање остаје значајно првенствено у случају неуплаћеног (а уговореног) улога.<sup>44</sup> Дакле, иако је развој правила о информисању имао у виду интерес поверилаца, ипак он није био у првом плану. То се нарочито односи на извештавање јавних (отворених) друштава, која, заједно са другим функцијама (заштита тржишта и поверење) углавном имају у виду улагаче – инвеститоре.

Без обзира на то, објављивање информација представља један од основних инструмената и у заштити поверилаца. Они, наиме, на основу информација о друштву, пре свега података о његовом финансијском стању, могу да сагледају и процене будуће пословање свог дужника, и тиме перспективе намирања свог потраживања. Након прибављања информација о друштву смањује се „асиметрија“ између поверилаца и друштва (управе), а сами повериоци прилагођавају свој однос коришћењем разних могућих средстава обезбеђења.<sup>45</sup> Дакле, циљ обавештавања огледа се у једнакој доступности информацијама.<sup>46</sup> Према неким мишљењима обавезно информисање ипак је више својствено тржишно окренутим финансијским системима, у коме присуство великог броја јавно доступних информација представља основ у опредељењу ка улагању или пословању са одређеним субјектом.<sup>47</sup> Објављивање

40 *Ibid.*, стр. 1048.

41 *Ibid.*, стр. 1067.

42 Више о историјату у енглеском праву вид. *Ibid.*, стр. 1056 и даље.

43 *Ibid.*, стр. 1056–1057.

44 *Ibid.*, стр. 1057.

45 О информативној симетрији и значају за тржиште хартија од вредности, вид. више: Н. Јовановић, *нав. pag*, стр. 191 и даље.

46 *Ibid.*, стр. 192.

47 G. Hertig, *нав. pag*, стр. 124. Насупрот тржишно оријентисаном финансијском систему, овај аутор истиче да су поједини системи, попут немачког, више окренути

финансијског стања дужника омогућава не само да поверилац процени факторе ризика и предузме неопходне мере заштите, већ и корист за дужника, јер му „...омогућава спољно финансирање према цени која одговара његовој финансијској позицији и будућим изгледима“.<sup>48</sup>

Објављивање информација се у теоријском смислу сматра основним покретачем у избору субјеката у који се улаже или коме се даје кредит, или се финансира на други начин; што значи да ће трећа лица (инвеститори, повериоци) на основу информација које имају изабрати најбољег понуђача, чиме се подстиче конкуренција међу више друштва из истог окружења.<sup>49</sup> Ипак, осим функције информисања поверилаца, након кога ће ова лица одлучити да ли ће успоставити и под којим условима однос са дужником, значајно је да и касније, током трајања тог односа информисање има (често) једнако значајну функцију кроз проверу способности дужника, и предузимање евентуално неопходних додатних мера обезбеђења.<sup>50</sup>

Ипак, значајнијим учешћем професионалаца и посредника на тржишту доводи се у питање функција „заштите интереса“ појединих лица, и отварају се други проблеми, попут садржаја и разумевања (тумачења) информација које се објављују.<sup>51</sup>

### 3. Основ за транспарентност

Објављивање података основ је за одговорност и транспарентност у управљању и вођењу послова друштва.<sup>52</sup> Утицај информисања на транспарентност је очигледан. Раније се у континенталној Европи са

---

ка банкама, где доминира унутрашњи систем управљања, приватне информације и унутрашња контрола (акционари и запослени), која је јефтинија и ефикаснија од спољне. Вид: *Ibid.*, стр. 127. О вези између финансијског система окренутом банкама и рачуноводственим методама примењеним у таквим земљама вид. Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda, Edward Rock, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2nd edition, Oxford University Press, Oxford, 2009, стр. 126.

48 Jean-Marie Nelissen Grade, Matthias Wauters, „Harmonisation or Fragmentation of Creditor Protection?“, у: Koen Geens, Klaus Hopt (editors), *The European Company Law Action plan revisited: Reassessment of the 2003 priorities of the European Commission*, Leuven University Press, Leuven, 2010, стр. 37.

49 Richard Buxbaum, Klaus Hopt, *Legal Harmonization and the Business Enterprise: Corporate and Capital Market Law Harmonization Policy in Europe and the U.S.A.*, Walter de Gruyter, Berlin – New York, 1988, стр. 201.

50 H. Merkt, „Creditor Protection Through Mandatory Disclosure“, стр. 97.

51 H. Merkt, „Disclosing Disclosure: Europe’s Winding Road to Competitive Standards of Publication of Company-Related Information“, стр. 138.

52 *Ibid.*, стр. 116.

резервом гледало на објављивање пословних резултата.<sup>53</sup> Данас јавност има увид у пословање најзначајнијих друштава путем правила о обавезном периодичном финансијском извештавању. Иако такво извештавање има недостатака (скупо је, и односи се на податке у прошлости), оно је ипак значајан показатељ шта се дешава са друштвом (и унутар њега).

Објављивање једнако утиче на транспарентност како према споља, тако и у унутрашњим односима. Обавезом да информише акционаре о пословању, постојању сукоба интереса или другим значајним околностима јаснији су односи у друштву. Стога неки аутори истичу значај информисања у правцу решавања појединих тзв. агенцијских проблема, те се, на пример, ефикасније решавају неки од проблема у односу управа – акционари, а истовремено се смањују трошкови надзора.<sup>54</sup>

Сматра се да је развој идеје доброг корпоративног управљања нарочито утицао на повећану потребу за информисањем, као и на обим и садржај информација које се јавно објављују.<sup>55</sup> Тако објављивање има значај и у уклањању асиметрије између унутрашњих информација, и оних којима располажу повериоци. Ту нарочито долази до изражаја функција информисања коју има друштво, али и друга лица према друштву (управа, контролни акционари и други).<sup>56</sup>

Транспарентност у односу на повериоце нарочито се остварује поред објављивања основних података о друштву, и подацима о повезаним друштвима, као и његовим деловима, нарочито уколико послују у више различитих земаља. За повериоце су свакако најзначајније информације о финансијском стању друштва. Поред података о друштву и његовој финансијској ситуацији и резултатима пословања, ОЕЦД је истакао објављивање података о структури и нарочито политици и основним карактеристикама управљања друштвом у својим Принципима корпоративног управљања.<sup>57</sup> Такође се истиче и информисање о питањима која се тичу запослених и других лица која имају интерес у друштву.<sup>58</sup> Ипак, последњих година све више расте значај објављивања и других нефинансијских података. Они имају значај не само у заштити чланова,

53 S. Grundmann, *нав. дело*, стр. 160.

54 P. Mahoney, *нав. рад*, стр. 1046. Супротан став, према коме је ефикаснији унутрашњи надзор од објављивања, вид. G. Hertig, *нав. рад*, стр. 124. О информисању у вези са накнадама и предностима које оно има, вид. В. Радовић, *нав. дело*, стр. 413 и даље.

55 C. Villiers, *нав. дело*, стр. 13.

56 Paul Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 8th edition, Sweet & Maxwell, Thomson Reuters, London, 2008, стр. 904.

57 OECD Principles of Corporate Governance, 2004, стр. 22.

58 *Ibid.*

инвеститора, поверилаца, већ и других значајних група лица, те се често истиче тзв. друштвено и еколошко извештавање.<sup>59</sup> Информације које даје привредно друштво у сфери еколошког и друштвеног извештавања по правилу су добровољне, за разлику од других финансијских и нефинансијских података, за која важе законска императивна (и евентуално саморегулаторна правила и кодекси).<sup>60</sup> Ипак, не треба занемарити значај правила која нису законом предвиђена, а ипак се односе на финансијске или друге нефинансијске податке. Тако је, на пример, и домаће право подвукло значај информисања, пре свега као основ доброг корпоративног управљања у циљу заштите друштва и његових чланова, као и првенствено инвеститора. У том циљу, поред обавезног информисања установљеног законом и подзаконским актима,<sup>61</sup> и Кодексом корпоративног управљања истакнут је значај информисања, нарочито принципа истинитости, потпуности и јавности.<sup>62</sup> Податке који нису изричито финансијског карактера, а могу да значе заинтересованим лицима у заштити њихових права, истиче и Група стручњака компанијског права, нарочито у успостављању одговорности у погледу (не)објављених информација.<sup>63</sup> Дакле, обавезу објављивања мора да прати адекватан систем одговорности оних субјеката на које се обавеза односи, о чему ће бити речи.

#### 4. Замена за материјално-правна правила

Последњих година све више се поставља питање да ли је постојање правила о обавезном објављивању не само значајан регулаторни механизам, већ и довољан да замени одређена материјално-правна правила. Пример за такву могућност представља недавна пракса Суда ЕУ, који је подвукао овакву функцију објављивања. Наиме, у случајевима који су се односили на изигравање правила о минимуму оснивачког капитала,

59 Више о значају тих информација вид. Radu Mares, *The Dynamics of Corporate Social Responsibilities*, Martinus Nijhoff Publishers, Leiden – Boston, 2008, стр. 186–198.

60 С. Villiers, *нав. дело*, стр. 38.

61 Посебна правила у погледу начина, рокова и садржаја достављања одређених информација које се објављују предвиђена су у домаћем праву осим законских одредби, о којима ће бити речи, и подзаконским актима које је усвојила Комисија за хартије од вредности. Вид. Правилник о садржини и начину извештавања јавних друштава и обавештавању о поседовању акција са правом гласа (*Службени гласник РС*, бр. 100/2006, 116/2006, 37/2009).

62 Вид. чл. 292 Кодекса корпоративног управљања (*Службени гласник РС*, бр. 1/2006), као и 2 део, поглавље 1 Кодекса корпоративног управљања Београдске берзе а.д. Београд.

63 Вид. *Report of the High Level Group*, стр. 68.

који се традиционално сматрао најзначајнијом заштитом поверилаца, Суд ЕУ је нашао да не постоји опасност за повериоце, све док они знају (могу да се обавесте) да се ради о страном друштву (на које се примењују одредбе меродавног права за статусна питања друштва у погледу минималног оснивачког капитала).<sup>64</sup> Дакле, правила о објављивању су *довољна заштитна за повериоце уместо материјалних правила* о минимуму капитала.<sup>65</sup>

Питање домашаја објављивања и могућност замене материјално-правних правила односи се не само на минимум капитала, већ и на друга питања, попут одговорности. У односу на та питања, треба упитати да ли постојање одређеног броја информација, које је друштво обавезно да објави, може довољно (и адекватно) да заштити интересе свих заинтересованих лица.<sup>66</sup>

Идеју којом се подстиче развој правила о објављивању уместо материјалних правила истакао је и Извештај групе стручњака.<sup>67</sup> Наиме, сматра се да објављивање подстиче одговорност и транспарентност у управљању друштвом и у односу на његово пословање. Такође, објављивање информација може да представља флексибилнији и боље прилагођен систем правила у односу на строга материјална правила.<sup>68</sup> Ипак, иако објављивање може да представља (једини) регулаторни механизам, могуће је да он буде неадекватан или неефикасан.<sup>69</sup> Дакле, информисање мора да буде прожето одговарајућом садржином и формом – значајно је шта се објављује, на који начин и којим лицима, да би могло да испуни постављене циљеве.<sup>70</sup>

Улога информисања као ефикасног регулаторног средства уместо материјално-правног регулисања истакнута је и у САД, где је првобитно истицана заштитна улога објављивања, али је таква функција временом

64 Вид. пар. 32–33 пресуде у случају *Centros* (C-212/97) и пар. 135 пресуде у случају *Inspire Art* (C-167/01). Случајеви доступни на адреси: [http://curia.europa.eu/jcms/jcms/j\\_6/](http://curia.europa.eu/jcms/jcms/j_6/), 15.4.2011.

65 Више: S. Grundmann, *нав. дело*, стр. 499. Додуше, Суд ЕУ је у пресуди у случају *Inspire Art* (C-167/01), нагласио да нема потребе да Суд разматра да ли правила о минимуму оснивачког капитала представљају по себи одговарајућу заштиту. Вид. пар. 135 те пресуде. Више о одлукама Суда ЕУ и последицама на заштиту поверилаца вид. Тајјана Јевремовић Петровић, „Утицај праксе Суда ЕУ на заштиту поверилаца у компанијском праву“, *Право и привреда*, бр. 10–12, 2010, стр. 87–102.

66 Више вид. Н. Merkt, „Creditor Protection Through Mandatory Disclosure“, стр. 98.

67 *Report of the High Level Group*, стр. 33.

68 *Ibid.*, стр. 34.

69 C. Villiers, *нав. дело*, стр. 4.

70 *Ibid.*, стр. 5.

критикована, а значај релативизован.<sup>71</sup> Уместо тога, све значајнија је улога објављивања у стварању ефикасног тржишта, о чему је било речи.<sup>72</sup>

Ипак, чини се да у Европи и даље преовлађује мишљење о ограниченом домету објављивања, и неопходности постојања других инструмената заштите, међу којима и даље доминира капитал друштва и правила о његовом одржавању.<sup>73</sup> Информисање представља основ за индивидуалну заштиту поверилаца. Такође, оно је и предуслов за ефикасну примену правила о капиталу, заједно са правилима о финансијском извештавању, односно предуслов за правила о одговорности. Но, на питање да ли је могуће *умесио* њих поставити само правила о обавезном објављивању информација, чини се да не може да се да позитиван одговор. Нарочито ће аргументи за такав став бити значајни у оквиру правила о капиталу и финансијским извештајима, и њиховом међусобном утицају, о чему ће бити речи.

Ако се могућност замене материјалних правила искључиво правилима о објављивању не може прихватити за сва питања (у вези са заштитом поверилаца), то је ипак могуће у односу на нека. На нивоу ЕУ то је учињено у односу на групе друштава, за која тренутно постоје само правила у погледу објављивања консолидованих финансијских извештаја.<sup>74</sup> Будућа регулатива група замишљена је, пре свега, кроз њихову транспарентност, односно кроз правила о објављивању, као најзначајнији вид заштите акционара и поверилаца, као и осталих трећих лица.<sup>75</sup>

#### IV Субјекти објављивања и одговорност

Субјекти објављивања су привредна друштва. Међутим, према подацима које морају да објаве, првенствено се прави разлика према форми друштва. Тако се основне информације о друштву (име, форма, заступници и слично) објављују за сва регистрована друштва. Подаци о капиталу и финансијски извештаји се објављују само за одређене форме

71 *Ibid.*, стр. 25.

72 *Ibid.*

73 Вид. више о односу правила о информисању према другим обавезним правилима: Н. Merkt, „Creditor Protection Through Mandatory Disclosure“, стр. 104.

74 Seventh Council Directive 83/349/EEC of 13 June 1983 based on the Article 54 (3) (g) of the Treaty on consolidated accounts, *OJ L* 193, 18.7.1983, стр. 1–17.

75 Вид: 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, (даље цитиран као План модернизације Комисије) Commission of the European Communities, Brussels, 21.5.2003, COM (2003) 284 final. Доступно на адреси: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/modern/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm), 4. 5. 2010, стр. 19.

(по правилу друштва капитала). Најзад, посебна правила о информисању нарочито се односе на отворена или котирана друштва. Таква друштва се обавезују да објаве низ података везаних за финансијску ситуацију, посебно важне догађаје и слично, а циљ им је, поред заштите тржишта, првенствено заштита инвеститора.<sup>76</sup>

Различите информације које друштва објављују првенствено према облику (форми) редован су начин регулисања тог питања. Исти став заузела је и Група стручњака компанијског права, наводећи потребу посебног правног режима за отворена и котирана друштва, који укључује и правила о објављивању.<sup>77</sup> Међутим, неки аутори истичу да би много корисније било утврђивање обавезног информисања према обиму друштва, и његовом пословању на тржишту.<sup>78</sup> Ипак, чини се да би такво решење било сувише непрактично, те да је разумљиво да се према критеријуму отвореног или котираног друштва по правилу може правилно утврдити број и врста обавеза у погледу информисања. Чини нам се да је неколико логичних разлога за то. Прво, таква друштва су по правилу и већег обима, односно заступљенија на тржишту, па је претпоставка да велико друштво значи и акционарско друштво, нарочито оно које је котирано. Друго, чини се да обавеза информисања која је нарочито истакнута код отворених или котираних друштава има сврху заштите више различитих категорија лица у односу на друге форме друштава, и то управо према подацима које морају да објаве. Са друге стране, из угла заштите поверилаца, критеријум форме могао би да буде неадекватан систем одређивања субјеката који су дужни да објаве информације. Ипак, обавеза објављивања према форми по правилу имлицитно значи и обим друштва и његовог пословања.

Обавеза извештавања односи се, пре свега, на јавност, и у том смислу је најзначајнија у погледу заштите поверилаца. Међутим, та обавеза може да постоји и према самом издаваоцу или другим надлежним (надзорним) телима (код нас, на пример, према Комисији за хартије од вредности), чиме се остварује посредна заштита поверилаца.<sup>79</sup> Обавезно објављивање информација је у домену јавних понуда и котације постало све јаче изражен проблем у односу на стране издаваоце како се појачавала интернационализација међународног тржишта хартија од вредности. Стога је у оквиру Организације комисија за хартије од вред-

76 Критику таквог приступа вид. код: Н. Merkt, „Creditor Protection Through Mandatory Disclosure“, стр. 111.

77 *Report of the High Level Group*, стр. 35.

78 Н. Merkt, „Creditor Protection Through Mandatory Disclosure“, стр. 111.

79 Такође обавеза обавештавања постоји и према организатору тржишта (берзи) уколико се на њој налазе хартије од вредности тог издаваоца. Н. Јовановић, *нав. рад*, стр. 199.



ности усвојено низ докумената који су олакшали такве међународне активности.<sup>80</sup>

Обавеза објављивања информација подразумева различите механизме заштите, који се пре свега успостављају кроз одговорност.<sup>81</sup> Она, по правилу, постоји у односу на привредно друштво, али и у односу на лица која су одговорна унутар (или ван) друштва за информације које састављају, пре свега у односу на њихову потпуност и истинитост.<sup>82</sup> Одговорност одређених лица (нпр. директора, ревизора и слично) може да постоји у погледу финансијских извештаја, објављивања проспекта (одговорност за погрешне или лажне податке) и других података, чије је објављивање обавезно, на основу којих инвеститори доносе одлуку о куповини или продаји хартија од вредности.<sup>83</sup>

По правилу је за повреду правила о обавезном објављивању предвиђена грађанска одговорност за проузроковану штету, али и кривична одговорност.<sup>84</sup>

80 О утицају такве регулативе на област информисања вид. више: Н. Merkt, „Creditor Protection Through Mandatory Disclosure“, стр. 116.

81 Могуће су и неке друге санкције, зависно од података који се објављују. Тако је, на пример, могуће да у случају повреде правила о обавештавању друштва (и надзорних тела) о поседовању одређеног прага акција са правом гласа уследи губитак права гласа. Вид. чл. 68 Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (*Службени гласник РС*, 47/2006; у даљем тексту ЗОТХВ).

82 У домаћем праву посебно је предвиђена објективна одговорност за штету проузроковану објављивањем нетачних или непотпуних података у проспекту за издавање хартија од вредности, као и у вези са другим облицима јавног оглашавања *издаваоца*, као и солидарна (субјективна) одговорност *ревизора и других лица* која су учествовала у припреми проспекта за издавање хартија од вредности, а исто правило односи се и на одговорност у погледу годишњих и других финансијских извештаја, као и објављивања других података, попут извештаја о битним догађајима, извештаја учесника на организованом тржишту и слично. Вид. чл. 27 и 69 ЗОТХВ. Више: Небојша Јовановић, *Берзанско право*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2009, стр. 486–492.

Домаће право установљава и одговорност за штету надлежног органа или овлашћеног лица привредног друштва у односу на своје ортаке, чланове или акционаре кроз одредбе Закона о привредним друштвима (чл. 43). За повериоце, који се нађу истовремено у улози тих лица важи, стога, и тај режим одговорности. Више: Н. Јовановић, *нав. дело*, стр. 490.

83 Вид. више у: Holger Fleischer, „The Responsibility of the Management and Its Enforcement“, *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, in: Guido Ferrarini, Klaus Hopt, Jaap Winter, Eddy Wymeersch (Editors), Oxford University Press, Oxford, 2004, стр. 405. За одговорност у односу на издавање проспекта види члан 6 Директиве о проспектима (Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC, *OJ L* 345, 31.12.2003)

84 Тако је и у домаћем праву, према чл. 248 и даље ЗОТХВ, који установљава кривичну одговорност.

Значај одговорности чланова управе, односно директора, за састављање финансијских извештаја истакнут је у Извештају групе стручњака истицањем њихове *заједничке одговорности*.<sup>85</sup> При том, сматра се да је неопходно постојање одговорности како у погледу финансијских података: годишњих и консолидованих рачуна, осталих извештаја који се односе на финансијску ситуацију друштва, проспекте и друге документе; тако и објављене податке који су значајни за јавност, иако не финансијског карактера: подаци о управљању и пракси у друштву, подаци о ризицима и њиховом управљању, пословним изгледима и инвестиционим плановима, стратегији у разним областима.<sup>86</sup> Индивидуална одговорност чланова управе различито је регулисана у упоредном праву, и у неким од њих је значајан инструмент у заштити интереса заинтересованих лица (између осталог и поверилаца).<sup>87</sup>

Иако одговорност може да буде значајан инструмент у остварењу обавезе објављивања, истакнуто је да таква санкција не мора да буде задовољавајућа, нарочито у односу према повериоцима.<sup>88</sup> Наиме, одговорност само може да погорша (ионако лошу) финансијску ситуацију друштва, а лична одговорност директора или других лица често није довољна да би имала превентивно дејство у заштити поверилаца, као ни накнадно, јер одговорна лица обично немају довољно личних средстава да би пружили ефикасну и адекватну заштиту повериоцима.<sup>89</sup> Међутим, иако недовољна да пруже самосталну заштиту, нарочито специфична правила о одговорности у вези са стечајем, позната у неким националним правима (нпр. *wrongful trading* – несавесно пословање енглеског права) заснивају се на обавези *обавештавања* да друштву прети стечај (или евентуално у обавези покретања стечаја у неким другим националним правима), што пружа додатну заштиту повериоцима.<sup>90</sup> Индивидуална одговорност највише и долази до изражаја у вези са стечајем, јер је друштво инсолвентно, и нема могућност да испуни обавезе према повериоцима.<sup>91</sup> Ипак, чак и у таквој ситуацији могуће је уочити постојање негативног

85 *Report of the High Level Group*, стр. 67.

86 *Ibid.*, стр. 68. У америчком праву одговорност за финансијске извештаје није колективна (управни одбор), већ на лицима која заузимају позицију генералног директора и генералног финансијског директора. Вид. више: Н. Fleischer, *нав. pag*, стр. 407.

87 Вид. више: Н. Fleischer, *нав. pag*, стр. 406.

88 Н. Merkt, „Creditor Protection Through Mandatory Disclosure“, стр. 120.

89 *Ibid.*, стр. 120.

90 Више о тој одговорности у односу на ефекте информисања вид. Peter Mülbert, „A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or: A High-Level Framework for Corporate Creditor Protection“, *European Business Organization Law Review*, vol. 7, 2006, стр. 381–3.

91 Н. Fleischer, *нав. pag*, стр. 406.

публицитета, где нарочито податак да друштву прети стечај може да шкоди друштву.<sup>92</sup> У вези са индивидуалном одговорношћу појединих лица, последњих година све више се развија институт осигурања од одговорности, као важно средство додатне заштите како заинтересованих лица, тако и лица која носе одговорност.<sup>93</sup>

Због извесних недостатака који прате обавезу информисања, нарочито се у Америци, након крахова неколико великих друштава, развијају алтернативни механизми заштите. Они се састоје у спољној ревизији и провери финансијског стања друштва од стране независних стручних тела.<sup>94</sup> Такве идеје све више су присутне и у Европи, те се чини да систем спољне и независне контроле све више доминира компанијским правом. Ипак, такав систем не може да послужи као замена, већ пре као допуна недостацима објављивања.

## V Предмет (обавезног) објављивања

Ефикасна заштита поверилаца подразумева њихово познавање одређених чињеница и података везаних за дужника – привредно друштво. Међутим, да би такви подаци били одговарајући циљу коме су намењени, сматра се да морају да одговоре на неколико захтева.<sup>95</sup> Пре свега, информације морају лако да се прибављају, при чему савремени информациони системи одговарају лакој доступности информација широком кругу заинтересованих лица.<sup>96</sup> Затим, неопходно је да се периодично обнављају, да буду стандардизовани и да могу да буду једноставно искоришћени, како у погледу разумевања, тако и предузимања одговарајуће заштите.<sup>97</sup> Због тога право редовно предвиђа одређене услове у погледу објављивања, који се односе на форму извештаја, обавезну садржину, начин и рокове објављивања.<sup>98</sup>

92 Због тога се предлаже шира употреба алтернативних и флексибилнијих инструмената, као што је реорганизација, као „супериорнија алтернатива стечају“. Вид. P. Mülberty, *нав. рад*, стр. 383. Наравно, такве алтернативе непосредно остварују и ефикаснију заштиту поверилаца.

93 Више о осигурању од одговорности директора и чланова управе вид. Наташа Петровић Томић, „Осигурање од одговорности директора и чланова управе компанија“, *Анали Правној факултету у Београду*, вол. 56, бр. 2, 2008, стр. 180 и даље.

94 Вид. више: H. Merkt, „Creditor Protection Through Mandatory Disclosure“, 120–121. Више о лицима одговорним за извештавање у енглеском праву вид. C. Villiers, *нав. дело*, стр. 57.

95 Вид. P. Mülberty, *нав. рад*, стр. 380.

96 *Ibid.*

97 *Ibid.* Вид. и: C. Villiers, *нав. дело*, стр. 29 и даље.

98 Вид. више: H. Јовановић, *нав. рад*, стр. 200.

Основни медији путем којих се врши објављивање у компанијском праву су регистар (различито уређен према националним правима), други видови обједињеног прикупљања података од стране појединих тела (попут тела надлежног за надзор над учесницима тржишта – као што је код нас, на пример, Комисија за хартије од вредности), као и медији, односно средства јавног информисања и све више интернет као изузетно снажан медиј.<sup>99</sup>

Информације које се објављују могу да буду финансијске и нефинансијске. Могу се односити на прошлост или будућност (нарочито је таква подела значајна за информације о финансијском стању друштва).<sup>100</sup> Такође, правно је релевантно да ли су подаци који се објављују тачни (у смислу објективности) или се ради о тзв. *меким* информацијама (као што су мишљења, предвиђања и друге субјективне изјаве).<sup>101</sup>

Иако за објављивање највећи значај имају саме информације, ипак не треба заобићи ни саме адресате којима су оне намењене. Задржавајући се на различитим врстама поверилаца, очигледно је да ће неким информације бити редовно средство формирања односа са дужником (попут економски значајнијих поверилаца, који ће на основу поседованих информација одлучивати о уговорним средствима заштите), без обзира да ли те информације прикупљају индивидуално, односно од самог друштва, или на основу обавезних правила о информисању. Са друге стране, неким категоријама поверилаца информације о дужнику могу да буду значајне, али не и у погледу установљења односа и њихових услова. На пример, повериоци на основу вануговорне одговорности по правилу не могу значајно да користе информације о друштву, јер не бирају дужника, Ипак, чак и у односу на њих се истиче посредан значај објављивања, пре свега у односу на испуњење осталих обавеза које су у вези са објављивањем – сачињавање финансијских извештаја и обавеза ликвидности и солвентности).<sup>102</sup> Такође, значај спољног извештавања мање је значајан за лица унутар друштва, која су истовремено повериоци (чланови, управа).<sup>103</sup> За њих су много значајније приватне (унутрашње) информације, али и други механизми унутрашње контроле.<sup>104</sup>

99 Вид. S. Grundmann, *нав. дело*, стр. 162.

100 Подела наведена према: C. Villiers, *нав. дело*, стр. 14.

101 *Ibid.*

102 H. Merkt, „Creditor Protection Through Mandatory Disclosure“, стр. 107, 110.

103 *Ibid.*

104 G. Hertig, *нав. рад*, стр. 126. Овај аутор указује на положај запослених (истовремено и поверилаца) који је значајно побољшан њиховим укључивањем у управљање друштвом, што изричито омогућавају нека национална права. *Ibid.*, стр. 128 и даље.

## 1. Опште информације о друштву

Савремено иступање друштава у правном промету незамисливо је без постојања одређеног броја јавно доступних основних података о њима. Велика уједначеност у погледу начина, форме и садржаја објављивања нарочито је остварена на тлу Европе, иако је врло слична и ван њених простора. Највећу заслугу за такву уједначеност имала је ЕУ, која је међу првим хармонизованим питањима предвидела правила о објављивању у оквиру (раније) Прве директиве компанијског права, постављајући минимум правила у односу на објављивање, заједничких свим правима земаља чланица ЕУ.<sup>105</sup> Предвиђено је да друштва морају да доставе надлежном органу (регистру) и *објаве* своје основне документе и податке, о којима трећа лица могу да се обавесте. Међу њима су основни подаци који се односе на име, седиште, форму и делатност друштва; оснивачки акти и њихове измене, лица која су овлашћена да заступају друштво, као и лица која чине управу и надзорне органе, подаци о капиталу, финансијски извештаји и други финансијски подаци и рачуни, те престанак друштва или чињеница да је покренут поступак стечаја и ликвидације.<sup>106</sup> Неке од ових информација нарочито су значајне за повериоце, попут седишта (и његових промена),<sup>107</sup> лица овлашћених за заступање, капитала и финансијских извештаја.<sup>108</sup>

## 2. Капитал друштва и финансијски извештаји

Објављивање финансијских извештаја и уопште података о пословању друштва, укључујући и његов капитал представља централну обавезу друштва у односу на своје повериоце (и шире – друге

105 (Прва) Директива компанијског права, Directive 2009/101/EC of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and third parties, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 48 of the Treaty, with a view to making such safeguards equivalent, *OJ L 258*, 1.10.2009. Доступно на адреси: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32009L0101:EN:NOT>, 18.2.2011.

106 Детаљне одредбе у односу на обавезне податке вид. у домаћем праву чл. 6 Закона о регистрацији привредних субјеката (*Службени гласник РС*, бр. 55/2005); у праву ЕУ вид. чл. 2 (раније) Прве директиве компанијског права и чл. 2 Друге директиве компанијског права.

107 Вид. S. Grundmann, *нав. дело*, стр. 161.

108 Велики значај у заштити поверилаца имају и правила Једанаесте директиве компанијског права о подацима које мора да објави огранак у страниој земљи, чије се центар пословања налази у другој земљи чланици. Eleventh Council Directive 89/666/EEC of 21 December 1989 concerning disclosure requirements in respect of branches opened in a Member State by certain types of company governed by the law of another State, *OJ L 395*, 30.12.1989.

учеснике на тржишту).<sup>109</sup> Сврха стандардизованог објављивања података и услова који се односе на капитал друштва представљају оквир који је намењен заштити интереса поверилаца, пре свега уговорних, који на тај начин постају свесни свог ризика.<sup>110</sup> У европско право правила о објављивању података о финансијском пословању унета су под утицајем енглеског права.<sup>111</sup> Ипак, најзначајнији утицај у погледу ових правила уследио је из правила о капиталу друштва и његовом одржању, дефинисаним у оквиру ЕУ.<sup>112</sup> Наиме, предвиђен је такав концепт капитала (његовог минималног износа и обавезе одржавања, односно строгих услова за промену и исплате) чије је функционисање немогуће уколико га не прате адекватна правила о објављивању. Повериоцима није довољно само да постоји капитал и да се он одржава, већ је од преваходног значаја да знају тачне појединости у односу на њега. Стога друштво има обавезу да поред општих информација о самом друштву објави податке и о свом капиталу (величини, односно уписаном и уплаћеном/унетом капиталу).<sup>113</sup> Осим тога, друштво мора редовно да обавештава јавност о његовом стању у одређеном тренутку, што чини путем финансијских извештаја. У њима су представљени основни подаци о имовини, обавезама и капиталу друштва, приходима, расходима и резултатима пословања друштва.<sup>114</sup> Такође, промена капитала, нарочито смањење подразумева обавезу извештавања поверилаца због повећаног ризика за та лица.<sup>115</sup>

Међутим, у теорији је истакнуто да објављивање података о капиталу друштва и његовим променама заправо не пружа ефикасну

109 E. Ferran, *нав. дело*, стр. 77.

110 S. Grundmann, *нав. дело*, стр. 173.

111 Вид. *Ibid.*, стр. 160–161.

112 Second Council Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 on coordination of safeguards which, for the protection of the interests of members and others, are required by Member States of companies within the meaning of the second paragraph of Article 58 of the Treaty, in respect of the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, with a view to making such safeguards equivalent, *Official Journal of the European Union*, L 26, 31.1.1977, стр. 1–13; измене: *OJ*, L 264, 25.9.2006, 32–36 и *OJ*, L 259, 2.10.2009. Доступно на адреси: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/official/index\\_en.htm#directives](http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_en.htm#directives), 30.4.2010.

113 Информације које је друштво обавезно да објављује у погледу капитала предвидела је Друга директива у чл. 2.

114 Вид. нпр. чл. 25 Закона о рачуноводству и ревизији (*Службени гласник РС*, бр. 46/06 и 111/09).

115 Тако се, на пример, према одредбама домаћег права, чл. 268 Закона о привредним друштвима (*Службени гласник РС*, бр. 125/2004; у даљем тексту ЗОПД) објављује одлука о смањењу основног капитала отвореног акционарског друштва у редовном поступку уз позив повериоцима да пријаве своја потраживања. Слично правило предвиђа и Друга директива у чл. 32, ст. 1.

заштиту поверилаца.<sup>116</sup> Основ за ову критику представља концепт минимума и одржавања капитала, па самим тим и његовог објављивања. Наиме, постојећа имовина друштва не мора да одговара номиналном капиталу, који је објављен, јер друштво својим пословањем може да промени, па чак и озбиљно угрози вредност имовине.<sup>117</sup>

У циљу модернизације компанијског права, креирања ефикасног и конкурентног привредног окружења, а посредно и заштите разних категорија лица, последњих година су све чешћи предлози измена концепта капитала Друге директиве, пре свега кроз правила о солвентности друштва.<sup>118</sup> Она подразумевају не само да се повериоци штите ограничењима исплата које су недозвољене уколико друштво не може да након исплате подмири своје обавезе у блиској будућности (углавном годину дана), већ почивају и на објављивању података који заправо указују на солвентност друштва.<sup>119</sup> Дакле, такав алтернативни систем капиталу друштва морао би да подразумева и додатна правила о објављивању, да би био потпуно ефикасан. Међутим, проблем у односу на објављивање података који се тичу солвентности и бонитета друштва, нарочито у будућности отвара изузетно значајно питање лица задужених за састављање таквих „прогноза“ и њихове одговорности.<sup>120</sup> Дакле, предвиђање да ли ће друштво бити солвентно у будућем периоду подразумева дозу несигурности у таквој информацији. Чак и када процену солвентности чини директор у складу са правилима своје струке и позиције коју заузима, и уз познавање информација од којих су неке

116 P. Mülberty, *нав. pag*, стр. 379.

117 Критику вид. нпр. код: Eillis Ferran, „The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union“, *European Company and Financial Law Review*, бр. 2, 2006, стр. 198.

118 Више вид. нпр. Rüdiger Veil, „Capital Maintenance – The regime of the Capital Directive versus Alternative Systems“, у: Marcus Lutter (Editor), *Legal Capital in Europe, European Company and Financial Law Review*, Special Volume 1, De Gruyter Recht, 2006, стр. 80. Исто мишљење заузела је и Група стручњака компанијског права ЕУ, али конкретне промене постојећег система капитала из Друге директиве и даље су само теоријски концепт. Вид. *Report of the High Level Group*, стр. 16, 87–8; Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU accounting regime, KPMG, January 2008. Доступно на адреси: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/capital/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/capital/index_en.htm), 5.5.2010, стр. 5–6, 10, 306 и даље.

119 Тест солвентности као алтернативни метод исплата, који се сматра да је у складу са функцијом заштите поверилаца предвидео је Извештај групе стручњака. Вид. *Report of the High Level Group*, стр. 87–8. Такође је предвиђен и у нашем праву чл. 230 ЗПД (у комбинацији са тестом нето имовине). Вид. више: J. Nelissen Grade, M. Wauters, *нав. pag*, стр. 37.

120 P. Mülberty, *нав. pag*, стр. 380.

од њих непознате јавности, ипак не може да се искључи несигурност и непоузданост таквих информација.<sup>121</sup> Ту се додатно отвара проблем одговорности лица задужених за давање прогноза и процена, и требало би да је заснован на стандардима понашања и дужностима. Ако се пореди такав стандард понашања (процена будућег финансијског стања) са обавезама заснованим на правилима о капиталу (на пример, поштовање правила о исплатама и поступку смањења капитала), приметна је извесност и сигурност већ постојећег система, јер је одговорност објективизирана.<sup>122</sup>

Осим основних података о самом друштву и његовом капиталу, за трећа лица од изузетног значаја представљају финансијски извештаји друштва. То је, притом, једна од најважнијих обавеза друштва. За разлику од већине европских земаља, у којима постоји обавеза објављивања финансијских извештаја и за затворене типове друштва (капитала),<sup>123</sup> америчко право у односу на њих нема таква правила.<sup>124</sup> Ипак, и европска права за неке форме друштава, нарочито котирана, намећу чешће и обухватније извештавање.

Тако је објављивање финансијских извештаја регулисано Четвртом директивом компанијског права у погледу финансијских извештаја и стандарда за њиховог састављање, Седмом директивом у погледу консолидованих рачуна повезаних друштава и Осмом директивом у погледу лица овлашћених за сачињавање тих извештаја.<sup>125</sup> Њима је у оквиру ЕУ прихваћена идеја о заштити интереса одређених лица у вези са друштвима капитала путем информисања и објављивања финансијских података.<sup>126</sup> Најзначајнији подаци, попут имовине, добити, губитака, одговорности и финансијске позиције се исказују у годишњим извештајима, чији су садржај, састављање и објављивање детаљно регулисани овим документима.<sup>127</sup> Основни циљ таквог законског оквира налази се у потреби стандардизације података о друштву

121 *Ibid.*

122 R. Veil, *нав. рад*, стр. 88–91.

123 Вид. више: S. Grundmann, *нав. дело*, стр. 160–161.

124 Та друштва су у обавези да сачињавају извештаје, али не и да их објављују. Вид. више: R. Kraakman, J. Armour, P. Davies, L. Enriques, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, E. Rock, *нав. дело*, стр. 124.

125 Податке о тим документима, измене и садржину вид. на адреси: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/official/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_en.htm), 18.2.2011.

126 Werner F. Ebke, „The European Conflict-of-Corporate-Laws Revolution: Überseering, Inspire Art and Beyond“, *European Business Law Review*, бр. 1, 2005, стр. 39.

127 Вид. нпр. чл. 2 и даље Четврте директиве. За теоријску анализу објављивања и недостатке вид. нпр. H. Merkt, „Creditor Protection Through Mandatory Disclosure“, стр. 103.



и његовом финансијском стању, нарочито у циљу поређења између пословања и развоја привредних друштава.<sup>128</sup> Поред директива које су уредиле обавезно објављивање за сва друштва капитала, додатна правила предвиђена су за друштва чијим хартијама од вредности се тргује на организованом тржишту путем Директиве о обавезном објављивању.<sup>129</sup> Слична правила предвиђена су и у домаћем праву.<sup>130</sup>

Иако друштво има обавезу да објављује одговарајуће финансијске извештаје, споран је значај оних информација које се могу на основу тога добити. Већ раније је поменуто да основна слабост финансијских извештаја јесу подаци о односу имовине и обавеза који се везују за одређени тренутак у прошлости (по правилу крај финансијске године), у односу на који је могуће да протекне доста времена.<sup>131</sup> Дакле, могуће је да у међувремену наступе околности које битно утичу на положај поверилаца. Осим тога, информације које повериоци по правилу прикупљају се односе на могућност испуњења обавеза на основу тренутне и очекиване солвентности, с тим да такве податке по правилу финансијски извештаји не садрже.<sup>132</sup> Због тога се сматра да је заштита поверилаца значајнија путем објављивања финансијских извештаја који указују на пословање и оства-

128 С. Villiers, *нав. дело*, стр. 40.

129 Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC, *OJ L 390/38*, 31.12.2004. Тако друштва чије се хартије од вредности налазе на регулисаном тржишту у оквиру ЕУ обавезно морају да објаве своје годишње извештаје (четири месеца након краја пословне године), полугодишње извештаје (најкасније два месеца од истека првих шест месеци пословне године), а управа мора да објави полугодишње планове пословања (вид. чл. 4 до 8). Такође је предвиђена обавеза обавештавања о стицању одређеног прага капитал учешћа, промене у правима која се тичу издатих акција и других хартија од вредности (вид. чл. 9 до 16).

130 Вид. чл. 64 до 68 Закона о тржишту хартија од вредности, који предвиђају да се обавеза јавног објављивања коју имају јавна друштва односи на извештај о битним догађајима, извод из годишњих финансијских извештаја, док у односу на котирана друштва постоји обавеза њиховог објављивања у целисти уз шестомесечни план пословања који саставља управа друштва. Поред тога, јавна друштва морају да достављају одређене податке Комисији за хартије од вредности, као надзорном телу, које, између осталог, врши надзор и у погледу испуњења обавезе извештавања. Но, за повериоце је од изузетног значаја достављање годишњих финансијских извештаја Регистру привредних субјеката, и њихово објављивање у средствима јавног информисања, што је установљено одредбама ЗОПД (вид. чл. 44). Више о извештавању у домаћем праву вид. Н. Јовановић, *нав. рад*, стр. 198.

131 Тако се, на пример, финансијски извештаји код нас састављају за текућу пословну годину на дан 31. децембра те године, а достављају и објављују до краја фебруара наредне године. Вид. чл. 24 и 30 Закона о рачуноводству и ревизији.

132 Вид. више: Н. Merkt, „Creditor Protection Through Mandatory Disclosure“, стр. 112.

рену добит и губитке друштва, од података о номиналном капиталу.<sup>133</sup> Такође, постоје и други недостаци у односу на корист финансијског извештавања. На пример, мањи повериоци се неће трудити да их прибаве, а чак и да то учине, некада неће умети да их правилно протумаче.<sup>134</sup> Стога је важно питање коме су намењени финансијски извештаји, односно да ли би требало да може да их консултује само стручњак у тој области, или просечно заинтересовано треће лице, или чак и лаик.<sup>135</sup> Нарочито заштита мањих поверилаца говори у прилог једноставности у разумевању информација које пружају извештаји.

Значајне проблеме у погледу финансијских извештаја и њиховог значаја за заштиту поверилаца представљају рачуноводствени стандарди, примењени у њиховом састављању. Наиме, конвенционални рачуноводствени методи, и даље присутни у неким европским земљама (нпр. Немачка), сматра се да су повољнији у заштити поверилаца, узимајући у обзир податке које пружају.<sup>136</sup> Са друге стране, све више земаља прелази на другачији систем сачињавања финансијских извештаја, заснованих на Међународним рачуноводственим стандардима (*International Financial Reporting Standards (IFRS)*). Ти стандарди су на нивоу ЕУ обавезни у консолидованим финансијским извештајима котираних друштава, а у земљама чланицама могу да буду прихваћени и за остала друштва, што су учиниле 17 од 27 земаља чланица.<sup>137</sup> Домаће право такође је прихватило ове стандарде.<sup>138</sup> Сматра се да је основни циљ сачињавања извештаја према овим принципима пре свега заштита инвеститора.<sup>139</sup> Међутим, подаци о новчаним токовима такође могу да погодују информисању поверилаца, те се сматрају напреднијим средством њихове ефикасне заштите.<sup>140</sup> Дакле, очигледна је веза између правила о капиталу, начину исказивања пословних резултата и података које садрже извештаји друштва (укључујући начин њиховог сачињавања и уноса података) и правила о извештавању.<sup>141</sup>

133 P. Mülbart, *нав. pag*, стр. 379.

134 *Ibid.*

135 H. Merkt, „Creditor Protection Through Mandatory Disclosure“, стр. 117 и даље.

136 R. Kraakman, J. Armour, P. Davies, L. Enriques, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, E. Rock, *нав. дело*, стр. 125.

137 О утицају тих стандарда на питања капитала вид. више: Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime, стр. 7 и даље и 315 и даље.

138 Вид. чл. 2 Закона о рачуноводству и ревизији.

139 Више о овим стандардима вид. E. Ferran, *нав. pag*, стр. 204 и даље.

140 R. Kraakman, J. Armour, P. Davies, L. Enriques, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, E. Rock, *нав. дело*, стр. 127.

141 Више вид. код *Ibid.*, стр. 125–127.

### 3. Посебне околности

Заштита поверилаца нарочито долази до изражаја у неким посебним случајевима. То су, на пример, битни догађаји попут смањења капитала, спајања и други поступци реорганизације. До сада је на нивоу ЕУ уочено неколико питања која су (мање или више) успешно регулисана уз постојање посебних правила усмерених на повериоце. Она се, првенствено састоје у обавези објављивања података везаних за поступак који утиче на права одређених лица (нпр, одлука о смањењу, нацрт уговора о спајању). Поред тога, нарочито је заштита изражена кроз обавезу друштва да обавести повериоце, и пружи им „адекватну заштиту“ у случају околности које могу да угрозе њихова потраживања.<sup>142</sup>

Такође је на нивоу ЕУ уочен проблем објављивања и транспарентности у односу на групе друштава, у којима може да буде споран положај повериоца, ризичан услед постојања посебног правног субјективитета сваке од чланица групе.<sup>143</sup> Пошто међу повезаним друштвима постоје такви односи, који могу знатно да доведу у питање могућност испуњавања неких својих обавеза, оправдано је повећано интересовање за тај проблем. Нарочито појачана потреба заштите постоји уколико се неко од друштава из групе користи за ризичније подухвате или ради недопуштених циљева. Досадашња регулатива у односу на групе друштава није довела до усвајања заједничког правила на нивоу ЕУ (иако је постојао предлог Девете директиве о групама друштава који је напуштен) услед постојања значајних разлика у националним правима земаља чланица ЕУ. Међутим, Извештај групе стручњака је указао на потребу да нека питања из те области ипак буду уређена на комунитарном нивоу, и то првенствено правилима о објављивању.<sup>144</sup> Циљ такве регулативе била би већа транспарентност групе и појединачно друштва која је сачињавају, укључујући податке о структури групе, и на тај начин, пружањем неопходних информација, заштита интереса лица која ступају у односе са групом или њеним члановима.<sup>145</sup>

142 Вид. нпр. чл. 32, ст. 1 Друге директиве; чл. 13 Треће директиве; чл. 4, ст. 2 Директиве о прекограничним спајањима; чл. 24, ст. 1 Статута СЕ; чл. 12 Шесте директиве; у којима су предвиђена посебна правила о заштити поверилаца. Сви документи доступни на адреси: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/official/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_en.htm), 15.4.2011.

143 Више о разлозима посебне заштите поверилаца у групама вид. R. Kraakman, J. Armour, P. Davies, L. Enriques, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, E. Rock, *нав. дело*, стр. 127.

144 *Report of the High Level Group*, стр. 18, 95.

145 *Ibid.* Објављивање се односи и на финансијске податке, који су делом обухваћени поменутом Седмом директивом компанијског права у односу на консолидоване рачуне групе друштава. Такође је предвиђено и обавезно састављање рачуновод-

Посебна правила о информисању постоје и у оквиру берзанског права, која осим обавезе извештавања јавности (и других надлежних тела) о финансијском пословању, битним догађајима и другим околностима, садрже нарочито значајна правила о манипулацијама на тржишту и злоупотреби повлашћених информација.<sup>146</sup>

## VI Закључак

Информисање представља значајан инструмент у индивидуалној и колективној заштити поверилаца. Тај инструмент део је целокупног система компанијског (и берзанског, као и других сродних грана) права. Ефикасност објављивања данас не може успешно да се оспори, а користи и цена премашују све недостатке тог инструмента. Ипак, упркос изузетној улози као регулаторном инструменту, тешко је закључити да би он сам био довољан да самостално оствари такву функцију. Наиме, правила о обавезном објављивању само су део укупне заштите поверилаца, у коме координација са другим инструментима мора да постоји, и на тај начин буде ефикасна. При том, постојање негативних страна неког другог инструмента, као што су, на пример, правила о капиталу друштва, аутоматски делује негативно и на правила о објављивању. Стога би ограничене домете објављивања требало исправити интервенцијом у погледу оних правила која *заједно* са објављивањем штите повериоце. Тако би модернизација правила компанијског права путем, на пример, института ограничења плаћања морала да прате одговарајућа правила о објављивању.

И поред тога, објављивање остаје инструмент који има ограничен домет и није лишен недостатака. Да би објављивање најефикасније остварило своје циљеве: заштиту тржишта и поверење у њега, заштиту инвеститора, поверилаца и других лица, као и транспарентност; неопходно је пронаћи праву меру и обим података који чине његову садржину. Ипак, оптималан оквир правила о објављивању заправо је предслов за успешно функционисање како индивидуалне, тако и колективне (императивне) заштите поверилаца. Не постоји могућност ефикасније и јефтиније индивидуалне заштите ако нема довољно информација које је друштво морало да објави. Тим пре, јер индивидуална заштита сама по себи представља скуп начин заштите.

За услове континенталног права, а нарочито домаћег права, не би било прихватљиво да се повериоци у потпуности (или углавном) штите уговорним или другим индивидуалним средствима. Нарочито економски слабији повериоци немају другог вида заштите до обавезног

---

ствених консолидованих извештаја према Међународним рачуноводственим стандардима (*IFRS*).

146 О томе овде неће бити речи. Вид. Paul Davies, *нав. дело*, стр. 906–914.

регулаторног оквира. Стога традиционалнији приступ обавезне заштите, кроз модернија правила у односу на такве инструменте представља препоручљив пут даље у заштити поверилаца. У њему није довољно само информисање, већ његова заштитна функција највише долази до изражаја уз ефикасна правила о капиталу и добро осмишљену одговорност (нарочито правовремену и у односу на одговарајућа лица). При том, не треба сметнути с ума да чак и најбоље осмишљена правила, која, између осталог, пружају заштиту поверилаца, не могу да надоместе мане (или непостојање) ефикасног правног система. Да би правила била функционална, неопходна је и њихова ефикасна примена у пракси.

**Tatjana JEVREMOVIĆ PETROVIĆ, PhD**

**Assistant Professor at the Faculty of Law, University of Belgrade**

## **CREDITOR PROTECTION THROUGH MANDATORY DISCLOSURE RULES**

### **Summary**

*This paper deals with the issue of creditor protection through mandatory disclosure rules. Voluntary disclosure has an overall positive impact on proper functioning of the market. Still, prevailing mandatory rules can better accomplish many different goals, among which are investor confidence and protection of categories such as investors, creditors and other interested parties.*

*Mandatory disclosure rules represent a basic principle of continental European laws, and they include disclosure of basic company information, formation and modifications of capital and financial reports. They can also consist of special rules for protection of creditors in the form of disclosure in the case of capital reduction, mergers and other company reorganisations. Mandatory disclosure is considered the best regulatory tool in the case of groups of companies and its transparent structure toward creditors. It is underlined that, apart from exceptional cases, mandatory disclosure is not suitable as the only regulatory tool and should be supplemented with other mandatory material legal provisions. Creditors' interests should be protected by disclosure, functioning in accordance with other mandatory rules such as capital rules based on solvency test, or modern provisions on responsibilities to creditors.*

**Key words:** *creditors, mandatory disclosure, financial reports, basic information on company, groups of companies, responsibility.*