

## PRETVARANJE TRAŽBINE U POSLOVNI UDJEL U PREDSTEČAJNOM POSTUPKU PRIMJENOM MEZZANINE DUGA

Vedrana Švedl Blažeka, univ. mag. iur.\*

UDK 347.736(497.5)

<https://doi.org/10.30925/zpfsr.44.3.8>

Ur.: 26. ožujka 2023.

Pr.: 10. srpnja 2023.

Pregledni rad

### Sažetak

*Mezzanine dug na prvi pogled trebalo bi svrstati u ekonomska područja istraživanja. Međutim, ovaj se instrument posljednjih godina u hrvatskom pravnom sustavu nerijetko javlja kao model pokušaja sanacije posrnutih trgovačkih društava u predstečajnim postupcima. Domaća pravna doktrina do sada se nije posvetila instrumentu mezzanine duga, iako već sama činjenica primjene pojmovo upitnih (npr. senior dug) i regulatorno nepoznatih mehanizama sanacije trgovačkih društva dužnika u predstečajnom postupku upozorava na važnost detaljnije analize ove problematike. Osnovni uočeni prijedpor odnosi se na slučajeve pretvaranja mezzanine duga vjerovnika koji nisu kreditne institucije ili za kreditiranje ovlašteni fondovi u poslovni udjel društva dužnika. Cilj je ovoga rada analizirati poziciju mezzanine duga u domaćem pravnom prometu te ga analizirati kao mehanizam namirenja vjerovnika u predstečajnom postupku, kao i opravdanost posljedičnoga pretvaranja tražbine u poslovni udjel bez suglasnosti vjerovnika. Pokušat će se i odgovoriti na pitanje, je li riječ o legitimnom pravnom sredstvu namirenja vjerovnika ili anomaliji čija se praktična primjena treba preispitati. U radu će se prikazati zaključci o institutu mezzanine duga u odnosu na uočene prijedpore te upozoriti na potreban oprez pri primjeni ovog instrumenta u predstečajnim postupcima pro futuro.*

**Ključne riječi:** *poslovni udjel; mezzanine; predstečajni postupak; pretvaranje tražbine u poslovni udjel.*

\* Vedrana Švedl Blažeka, univ. mag. iur., odvjetnica u Odvjetničkom društvu Željko Švedl i Vedrana Švedl Blažeka, doktorandica na Poslijediplomskom doktorskom studiju Pravo, Sveučilište J. J. Strossmayera u Osijeku, Pravni fakultet Osijek; vedrana.svedl@gmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9452-5777>.

## 1. UVODNA RAZMATRANJA

U sudskoj se i poslovnoj praksi uočava tendencija sve češće pojave korištenja *mezzanine* duga. Osim toga, ovaj se instrument pokazao učestalom pojavom u planu restrukturiranja u predstečajnim postupcima. Naime, riječ je o primarno ekonomskom institutu kojeg je razvila revizorsko-konzultantska praksa i u pravilu se odnosi na hibridno financiranje. Upravo zato taj će se instrument u ovom radu pokušati približiti pravnoj sferi i sagledati kroz pravni okvir. Osim određenja pojma *mezzanine* duga u radu će se prikazati i njegova primjena u hrvatskom pravnom sustavu gdje je pravnim stručnjacima i dalje relativno nepoznat. Problematici je svakako pridonijela i sudska praksa. Pokušat će se odrediti s *mezzanine* dugom često povezani institut senior duga koji također ne poznaje niti obvezno-pravni niti insolventnički okvir, već se koristi u sudskoj praksi i bilančanim prikazima određenih oblika zajmova. Prikazat će se temeljni aspekti predstečajnog postupka i prijedori oko pretvaranja tražbine u poslovni udjel u procesu namirenja vjerovnika općenito i primjenom *mezzanine* duga. Osnovni uočeni prijedor odnosi se na slučajeve pretvaranja *mezzanine* duga vjerovnika koji nisu kreditne institucije ili za kreditiranje ovlašteni fondovi u poslovni udjel društva dužnika. Uočena je i potreba za analizom pozicije *mezzanine* duga u domaćem pravnom prometu, za analizom ovog mehanizma namirenja vjerovnika u predstečajnom postupku kao i opravdanost posljedičnoga pretvaranja tražbine u poslovni udjel bez suglasnosti vjerovnika. Analizom pravne doktrine, utvrđeno je da nije razmatran kontekst pretvaranja tražbine u poslovni udjel u predstečajnom postupku. Regularni okvir također ne daje jasne smjernice u primjeni ovog mehanizma. Zaključuje se da je trenutačna praktična primjena *mezzanine* duga u predstečajnim postupcima u najmanju ruku pravno dvojbeno te se sugerira oprez pri njegovoj primjeni u predstečajnim postupcima *pro futuro*. Konačno, upozorava se na potrebu razmatranja novih regulatornih rješenja koji se odnose na procese pretvaranja tražbine u poslovni udjel, na što je pravna doktrina ukazivala i ranije.

## 2. POJAM, OBILJEŽJA I PRAVNA NARAV MEZZANINE DUGA

### 2.1. Pojam mezzanine duga

*Mezzanine* je hibridni oblik kapitalnoga zaduženja bilančano pozicioniran između senior duga i vlasničkoga kapitala koji ima obilježje duga i kapitala.<sup>1</sup> Pojam

1 Rory H. Brooks, „Theory and Practice of Mezzanine Financing”, *International Business Lawyer* 18, br. 10 (1990): 445; Agnieszka Czajkowska, „Mezzanine as an Alternative Form of Corporate Financing”, u: *VIIIth International Conference on Applied Economics, Contemporary Issues in Economy under the title Market or Government?*, ed. Adam P. Balcerzak (Torun: Institute of Economic Research and Polish Economic Society Branch, 2015.), 3; Laura Giurca Vasilescu, „Mezzanine Debt: Benefits or Drawbacks for Firm’s Financing?”, *Revista Tinerilor Economisti (The Young Economists Journal)* 1, br. 12 (2009): 14; Laura Giurca Vasilescu, „Financing Gaps for SME’s and the Mezzanine Capital”, *Ekonomika istraživanja* 23, br. 3 (2010): 60; Corry Silbernagel i Davis Vaitkunas, „Mezzanine Finance”, u: *Amendments to Mezzanine Capital Structures Section, 2nd Edition*, ed. Ian Giddy (New York: NYU Stern School of Business, Bond Capital Mezzanine Inc., 2012.), 3; Libena Tetreva i Jan Svednik,

*mezzanine* dolazi od talijanske riječi *mezzanino*, što u arhitektonskom smislu znači srednji kat građevine.<sup>2</sup> *Mezzanine* je hibridni oblik zaduženja gdje ulagač ne ulazi u člansku strukturu nego je vjerovnik u financiranju s mogućnosti konvertiranja svoje tražbine u poslovni udjel.<sup>3</sup> *Mezzanine* dug se često povezuje i s vlasničkim kapitalom na način da se plasira kao proizvod s pristupom imovinskim pravima u društvu ili proizvod kojim se mogu steći članska prava u društvu.<sup>4</sup> U kontekstu ovoga rada *mezzanine* dug će se razmatrati kroz aranžman pretvaranja tražbine u poslovni udjel (engl. *debt/equity swap*). *Mezzanine* dug može se i realizirati kroz aranžmane, npr. podređenog zajma (engl. *subordinated loan*), tihog sudjelovanja (engl. *silent participation*), sudjelujućeg zajma (engl. *participating loan*), prava na udio u dobiti (engl. *profit participating right*), zamjenjivih obveznica (engl. *convertible bonds*) i obveznica s jamstvom (engl. *bonds with warrants*).<sup>5</sup> *Mezzanine* dug u biti je financijski proizvod, a ne posebna ekonomsko/pravna kategorija. U Republici Hrvatskoj institucije ovlaštene nuditi takav proizvod, odnosno pružiti uslugu *mezzanine* duga poduzetnicima su kreditne institucije (banke) i fondovi, u pravilu alternativni investicijski fondovi.

Naime, bankarske usluge u skladu sa Zakonom o kreditnim institucijama na području Republike Hrvatske može između ostaloga pružati kreditna institucija sa sjedištem u Republici Hrvatskoj kojoj je Hrvatska narodna banka odobrila pružanje bankovnih usluga (čl. 60.).<sup>6</sup> Neke od financijskih usluga propisanih ZOKI-jem jesu: primanje depozita ili drugih povratnih sredstava, odobravanje kredita i zajmova, uključujući potrošačke kredite i zajmove te hipotekarne kredite i zajmove ako je to dopušteno posebnim zakonom i financiranje komercijalnih poslova itd. (čl. 8. ZOKI). Alternativni investicijski fond je fond koji se osniva u cilju prikupljanja sredstava javnom ili privatnom ponudom od ulagatelja u skladu s unaprijed ugovorenom strategijom i ciljem, isključivo u korist imatelja udjela toga fonda (čl. 4. Zakona o alternativnim investicijskom fondovima).<sup>7</sup> Otvoreni investicijski fond s javnom ponudom (UCITS fond) je fond koji ima isključivi cilj zajedničko ulaganje imovine, prikupljene javnom ponudom udjela u fondu, u prenosive vrijednosne papire ili u

„Mezzanine Financing Instruments Comparison to the Classic Financing Sources”, *Business, Management and Education* 16, br. 1 (2018): 133.

2 Giurca Vasilescu, „Mezzanine Debt”, 14.

3 Giurca Vasilescu, „Mezzanine Debt”, 14.

4 Giurca Vasilescu, „Mezzanine Debt”, 16; Luc Njis, *Mezzanine Financing, Tools, Applications and Total Performance* (West Sussex: Wiley finance, 2014.), 25; Tetrevoa i Svednik, „Mezzanine Financing Instruments Comparison to the Classic Financing Sources”, 134.

5 Morana Derenčinović Ruk, „Private equity fondovi i hrvatsko iskustvo“, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu* 70, br. 6 (2020): 791-792.

6 Čl. 201. Zakona o kreditnim institucijama, Narodne novine, br. 159/13., 19/15., 102/15., 15/18., 70/19., 47/20., 146/20., 151/22. (u daljnjem tekstu: ZOKI). Npr. Hrvatska banka za obnovu i razvoj (u daljnjem tekstu: HBOR).

7 Zakon o alternativnim investicijskom fondovima, Narodne novine, br. 21/18., 126/19., 110/21. (u daljnjem tekstu: ZAIF). Za detaljnu analizu ovih društava vidjeti Edita Čulinović Herc, Mihaela Braut Filipović i Suzana Audić Vuletić, „Novo pravno uređenje *private equity* i *venture capital* fondova i otvorena pitanja“, *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci* 38, br. 1 (2017).

druge oblike likvidne financijske imovine, a koji posluje po načelima razdiobe rizika i čiji se udjeli, na zahtjev ulagatelja, otkupljuju izravno ili neizravno, iz imovine toga fonda. Radnje koje društvo za upravljanje poduzima kako bi se osiguralo da tržišna vrijednost udjela bitno ne odstupa od neto vrijednosti imovine po udjelu (cijene udjela), izjednačene su s otkupom udjela (čl. 4. Zakona o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom).<sup>8</sup> Navedene institucije za obavljanje djelatnosti podliježu posebnim propisima i regulatoru u vidu Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga.<sup>9</sup>

## 2.2. *Obilježja mezzanine duga*

*Mezzanine* dug podrazumijeva srednji stupanj rizika financiranja, umjereni trošak, dugoročnost i fleksibilnost te ne traži osiguranje povrata duga, osim mogućnosti pretvaranja tražbine u poslovni udjel.<sup>10</sup> Cilj je *mezzanine* duga u pravilu osiguravanje sredstava za korporativni rast, npr. nove akvizicije, proizvodne linije, puteve distribucije roba i usluga, širenje poslovanja i dr.<sup>11</sup> Iako je *mezzanine* dug proizvod koji najčešće koriste snažniji i stabilniji poslovni subjekti, u literaturi se ističe potreba približavanja tog instrumenta malim i srednjim društvima.<sup>12</sup> No, društva zatvorenoga tipa, kakvo je i društvo s ograničenom odgovornošću, u pravilu nisu skloni takvom obliku financiranja s obzirom na mogućnost promjene članske strukture.<sup>13</sup> S druge strane, za pribavljanje kapitala nerijetko se ne mogu obraćati bankama koje imaju strože uvjete financiranja (kreditiranja).<sup>14</sup> Zaključak je kako tržište kapitala i dalje nije dostatno pristupačno malim i srednjim društvima, iako se vide određeni pozitivni trendovi.<sup>15</sup>

Osnovne se prednosti *mezzanine* duga vide u zadržavanju članske strukture, fleksibilnosti ugovornog aranžmana, mogućnosti pribavljanja većih investicijskih sredstava za kapitalne projekte, zatim pozitivnom utjecaju na bilančno stanje društva, povoljnijem pristup kapitalu (npr. u odnosu na kredite banke), poduzetničkoj slobodi u raspolaganju sredstvima (unaprjeđenje poslovanja, plasiranje novih

8 Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16., 126/19., 110/21., 76/22. (u daljnjem tekstu: ZOIF).

9 Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (u daljnjem tekstu: HANFA), čl. 301. ZOKI-a, čl. 28. ZAIF-a, čl. 14. ZOIF-a, čl. 46. Zakona o tržištu kapitala, Narodne novine, br. 65/18., 17/20., 83/21. (u daljnjem tekstu: ZTK).

10 Czajkowska, „Mezzanine as an Alternative Form of Corporate Financing”, 4; Giurca Vasilescu, „Mezzanine Debt”, 15, 19.

11 Giurca Vasilescu, „Financing Gaps for SME's”, 58; Njis, *Mezzanine Financing, Tools*, 8; Silbernagel i Vaitkunas, „Mezzanine Finance”, 3.

12 Czajkowska, „Mezzanine as an Alternative Form of Corporate Financing”, 2; Giurca Vasilescu, „Financing Gaps for SME's”, 59.

13 Silbernagel i Vaitkunas, „Mezzanine Finance”, 6.

14 Giurca Vasilescu, „Financing Gaps for SME's”, 58.

15 Giurca Vasilescu, „Financing Gaps for SME's”, 66. Vidjeti *Hrvatska gospodarska komora, Kako financirati poslovanje private equity & venture capital fondovima?*, pristup 15. ožujka 2023., <https://www.hgk.hr/documents/kako-financirati-poslovanje-pe-i-vc-fondovimamirna-marovic5e67b05427a9f.pdf>.

proizvoda, zadržavanje članske strukture tijekom korištenja toga proizvoda, slabija *due diligence* provjera itd).<sup>16</sup> S druge strane, glavni je nedostatak što je riječ o skupom financijskom sredstvu, s visokim kamatnim stopama i mogućnosti gubitka udjela u slučaju nepodmirenja obveza.<sup>17</sup> Osim troška financiranja i relativno visokoga rizika, nedostaci se vide u slabijoj podobnosti za financiranje manjih društava te je riječ o neosiguranim kapitalnim sredstvima.<sup>18</sup> Kreditori *mezzanine* duga u slučaju stečaja ili likvidacije društva nemaju povlašteni status kakvoga često imaju, npr. banke ili vjerovnici senior duga, stoga je financiranje koje pružaju rizičnije i upravo zato i skuplje (kamate se kreću između 11 % i 18 % ovisno o rokovima vraćanja i drugim ugovornim uvjetima).<sup>19</sup>

### 2.3. Pravna narav *mezzanine* duga

Po svojoj pravnoj naravi *mezzanine* dug suštinski se uklapa u oblik neosiguranog zajma, na koji se primjenjuju opća pravila obveznog prava koja uređuju zajam (čl. 499. i 500. ZOO-a). Dakle, radi se o pravnom odnosu u kojem se zajmodavac obvezuje zajmoprimcu predati određeni iznos novca (ili određenu količinu drugih zamjenjivih stvari), dok je zajmoprimac dužan protekom određenog vremena vratiti, u konkretnom slučaju isti iznos novca uvećan za kamate. S obzirom na stranku koja nudi ovaj proizvod odnosno uslugu, koja može biti banka ili fond te s obzirom na formu ugovora, ugovoren način i rok vraćanja ima i obilježja ugovora o kreditu (čl. 1021. ZOO-a). U pojašnjenju pravne naravi ovoga hibridnog instrumenta zaduženja nužno je razmotriti tri sloja kapitala društva: senior dug, *mezzanine* i vlasnički kapital (*equity/private equity*).<sup>20</sup> Pritom je senior dug na vrhu piramide zajmova, a vlasnički kapital na njenom dnu gledano prema rizičnosti, načinu namirenja i bilančanom položaju. Nužno je imati na umu kako se oblici zaduživanja (senior dug, *mezzanine* i vlasnički kapital) mogu koristiti pojedinačno ili u kombinaciji jedni s drugima. *Mezzanine* dug kao oblik zajma često je „osiguran“ na način da se u slučaju neizvršenja obveze povrata zajma obveznopravni zahtjev za povrat tražbine pretvara u statusnopravni zahtjev za stjecanjem članskoga prava u društvu dužnika pretvaranjem tražbine u poslovni udjel društva dužnika. Međutim, vjerovniku *mezzanine* duga primarni je cilj povrat zajma uz ugovorenu kamatu, nego što mu je stvarno interesantno stjecanje članstva u društvu dužnika.<sup>21</sup> Ostali oblici osiguranja tražbine (npr. zalog, fiducija i sl.) ne povezuju se s *mezzanine* dugom.

16 Czajkowska, „Mezzanine as an Alternative Form of Corporate Financing”, 3; Giurca Vasilescu, „Mezzanine Debt”, 15; Tetrevoval i Svednik, „Mezzanine Financing Instruments”, 138-141.

17 Giurca Vasilescu, „Mezzanine Debt”, 15; Njis, „Mezzanine Financing, Tools”, 10; Tetrevoval i Svednik, „Mezzanine Financing Instruments”, 138-141.

18 Giurca Vasilescu, „Mezzanine Debt”, 15.

19 Silbermagel i Vaitkunas, „Mezzanine Finance”, 8. Čl. 26. st. 2. Zakona o obveznim odnosima, Narodne novine, br. 35/05., 41/08., 125/11., 78/15., 29/18., 126/21., 114/22., 156/22. (u daljnjem tekstu: ZOO).

20 Giurca Vasilescu, „Mezzanine Debt”, 15.

21 Silbermagel i Vaitkunas, „Mezzanine Finance”, 7.

#### 2.4. Mezzanine dug u hrvatskom pravnom prometu

Empirijskim istraživanjem nije uočena posebna raširenost ovog instrumenta financiranja poslovnih subjekata od poslovnih banaka. Dakle, proizvod *mezzanine* duga u pravilu ne pružaju banke kako bi se to na prvi pogled činilo, već specijalizirani fondovi rizičnoga kapitala, u pravilu alternativni investicijski fondovi (*equity* fondovi).<sup>22</sup> Njihova usluga osim kamate na iznos financiranja često obuhvaća i naknade za aranžman, administrativne naknade i troškove.<sup>23</sup> Naime, investitori rizičnoga kapitala, za razliku od banaka, procjenjuju potencijal rasta investicije, a ne sigurnost povrata uložених sredstava, pa je i nagrada koju očekuju u vidu povrata veća.<sup>24</sup> *Mezzanine* dug tako se može ubrojiti u jedan od proizvoda na tržištu kapitala koji su prihvaćeni iz anglosaksonskih pravnih sustava s naglaskom na Sjedinjene Američke Države i Englesku koji su domaćem tržištu kapitala dali raznovrsnost.<sup>25</sup> Ovaj je instrument zaduženja primarno i dalje interesantan ekonomski snažnijim i stabilnijim poslovnim subjektima, međutim takav se trend mijenja. Poduzetnici, ali i fondovi (usmjereni i na manja društva ili društva s poteškoćama) pokazuju veći interes za ovaj model financiranja poslovanja. *Mezzanine* dug tako postaje sve dostupniji manjim i srednjim društvima kojima ranije nisu bila dostupna tržišta visokoga prinosa kapitala. Naime, *mezzanine* dug omogućava priljev dodatnoga kapitala iznad razine koje bi se on mogao pribaviti putem bankovnih kredita.<sup>26</sup> U Republici Hrvatskoj uspostavljen je i financijski program CROGIP (*Croatian Growth Investment Programme*) koji je u suradnji HBOR-om 2019. godine uspostavio Europski investicijski fond (u daljnjem tekstu: EIF) u cilju osiguravanja podrške hrvatskim poduzetnicima osiguravanjem dostupnosti vlasničkog / rizičnoga kapitala.<sup>27</sup> U Republici Hrvatskoj *mezzanine* aranžman ponudila je i Hrvatska banka za obnovu i razvoj, ali ovaj je model češći proizvod ovlaštenih fondova. Na tom je tragu u Republici Hrvatskoj 2021. godine s radom započeo prvi *mezzanine* fond (Mezzanine Partners d.d.) za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima koji ulaže u mala i srednja poduzeća kroz

22 Silbernagel i Vaitkunas, „Mezzanine Finance”, 4. Vidjeti *Hrvatska gospodarska komora, Kako financirati poslovanje private equity & venture capital fondovima?*, pristup 15. ožujka 2023., <https://www.hgk.hr/documents/kako-financirati-poslovanje-pe-i-vc-fondovimamirna-marovic5e67b05427a9f.pdf>.

23 Silbernagel i Vaitkunas, „Mezzanine Finance”, 4.

24 Zrinski Pelajić, „Perspectives of Financing Startups in Croatia with Risk Capital“, *Journal of Accounting and Management* 12, br. 1 (2022): 26.

25 Brooks, *Theory and Practice of Mezzanine Financing*, 445; Philipp Diffing, *Umwandlung von Forderungen zur Sanierung von Kapitalgesellschaften, Gestaltungen und Privilegierungen im Steuer- und Wirtschaftsrecht* (Berlin: Lit Verlag, 2012.), 28; Šime Jožipović i Anton Jukić, „Preoblikovanje tražbina vjerovnika u udjele u dužniku-usporednopravna obilježja i ustavnopravna pitanja zaštite prava manjinskih vjerovnika u postupku predstečajne nagodbe“, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu* 65, br. 3-4 (2015): 507; Petar Miladin, „Pravni položaj zalagoprimca poslovnih udjela u društvu s ograničenom odgovornošću“, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu* 58, br. 1-2 (2008): 529.

26 Vidjeti *Hrvatska gospodarska komora, Kako financirati poslovanje private equity & venture capital fondovima?*, pristup 15. ožujka 2023. <https://www.hgk.hr/documents/kako-financirati-poslovanje-pe-i-vc-fondovimamirna-marovic5e67b05427a9f.pdf>.

27 *Hrvatska banka za obnovu i razvoj*, pristup 11. ožujka 2023., <https://www.hbor.hr/crogip/>.



njihov osnovni proizvod - *mezzanine* dug. Međutim, bitno je spomenuti novije istraživanje prema kojemu *mezzanine* instrument financiranja društava nema veće prednosti od vlasničkoga kapitala i drugih oblika financiranja dugom.<sup>28</sup> U Republici Hrvatskoj prosječna ulaganja *private equity* fondova u postotku BDP-a od 2007. do 2018. iznosila su 0,06 %, čime je Republika Hrvatska znatno zaostajala za prosjekom država članica Europske unije.<sup>29</sup> No, trendovi su prema 2020. rasli tako da su od 2020. do 2021. prosječna ulaganja rizičnoga kapitala u postotku BDP-a iznosila 0,293 %.<sup>30</sup> Znatniji udio na tržištu kapitala preuzimaju *private equity* fondovi kao alternativni izvori financiranja koji podrazumijevaju ulaganja u kapital društva pri čemu se stječu poslovni udjeli u društvu. Nužno je i spomenuti kako su prepoznati i neformalni oblici ulaganja („poslovni anđeli“) s jedne strane te formalni oblici ulaganja rizičnog kapitala (engl. *private equity*, *venture capital* i dr.) s druge.<sup>31</sup>

### 3. POJAM I OBILJEŽJA SENIOR DUGA I VLASNIČKOG KAPITALA (EQUITY)

#### 3.1. Pojam i obilježja senior duga

U hrvatskom pravnom poretku ne postoji propis koji određuje pojam senior duga, niti je taj pojam definirala i opisala domaća pravna doktrina. Stoga osnove za određenje pojma i pravne naravi senior duga treba tražiti u izvorištu, odnosno u anglosaksonskoj pravnoj doktrini. U tom se smislu senior dug određuje kao kapitalno sredstvo pribavljeno od zajmodavca i osigurano imovinom društva i u slučaju stečaja u redosljedu se naplate postavlja ispred tražbina ostalih vjerovnika.<sup>32</sup> Dakle, riječ je o obliku osiguranog zajma koji ima povlašten status u redosljedu namirenja u slučaju (pred)stečaja dužnika. U biti nije riječ o samostalnom institutu nego se taj termin koristi samo u kontekstu bilančanoga prikaza zaduženja društva. Budući da je za određenje pojma senior duga relevantan parametar zajam i osiguranje povrata zajma koje mu osigurava viši hijerarhijski status pri povratu tražbine, ne nailazi se na

28 Tetrevova i Svednik, „Mezzanine Financing Instruments“, 144.

29 Hrvatska gospodarska komora, *Kako financirati poslovanje private equity & venture capital fondovima?*, pristup 15. ožujka 2023., <https://www.hgk.hr/documents/kako-financirati-poslovanje-pe-i-vc-fondovimamirna-marovic5e67b05427a9f.pdf>.

30 Hrvatska gospodarska komora, *Kako financirati poslovanje private equity & venture capital fondovima?*, pristup 15. ožujka 2023., <https://www.hgk.hr/documents/kako-financirati-poslovanje-pe-i-vc-fondovimamirna-marovic5e67b05427a9f.pdf>.

31 Pelajić, *Perspectives of Financing Startups in Croatia*, 2-27. „Poslovni anđeli“ određuju se kao uspješni poduzetnici, lideri i kompanije koje zanima ulaganje u inovativne *startup* ideje i društva na način da ulagač ulazi u člansku strukturu i pomaže u razvoju i napretku društva u koje je uložio. Vidjeti i Čulinović Herc, Braut Filipović i Audić Vuletić, „Novo pravno uređenje *private equity*“, kao i Morana Derenčinović Ruk, „*Private equity* fondovi i hrvatsko iskustvo“, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu* 70, br. 6 (2020). Čl. 301. ZOKI-a, čl. 28. ZAIF-a, čl. 14. ZOJP-a, čl. 46. ZTK-a.

32 Brooks, „Theory and Practice of Mezzanine Financing“, 445; Giurca Vasilescu, „Mezzanine Debt“, 15; Njis, *Mezzanine Financing, Tools*, 4, 9; Silbernagel i Vaitkunas, „Mezzanine Finance“, 3.

smetnju da vjerovnik senior duga bude i član društva ili neki drugi ulagatelj kao treća osoba. Dakle, senior dug nije nužno proizvod banaka i fondova. U tom se smislu usmjerava na odredbe obveznoga prava koji uređuju ugovor o zajmu (čl. 499. ZOO-a) i primjerice odredbe ZV-a o zasnivanju založnoga prava kao čestog instrumenta osiguranja tražbine. Novelama Stečajnog zakona predviđena je odredba na temelju koje dužnik može uz suglasnost vjerovnika koji zajedno imaju više od dvije trećine pravomoćno utvrđenih tražbina preuzeti novo zaduženje u novcu radi privremenoga financiranja nastalog da bi se osigurao kontinuitet poslovanja tijekom predstečajnoga postupka (čl. 62. a SZ-a).<sup>33</sup> Dužnik može u planu restrukturiranja predvidjeti novo financiranje od postojećega ili novog vjerovnika, a koje je potrebno za provedbu plana restrukturiranja te neopravdano ne oštećuje interese vjerovnika, pri čemu je taj vjerovnik kao sudionik uključen u plan restrukturiranja. U tom je smislu moguće formirati senior dug.

S druge strane, analizirajući pravni položaj vjerovnika senior duga njihov pravni položaj u (pred)stečajnom postupku čini se najsrodniji pravnom položaju razlučnih vjerovnika (čl. 151.-152. SZ-a). Naime, u oba se slučaja radi o vjerovnicima s osiguranim tražbinama koji su tako u odnosu na ostale vjerovnike bolje pozicionirani. Plan restrukturiranja u predstečajnom postupku ne smije utjecati na pravo odvojenog namirenja, ako tim planom nije drugačije određeno (čl. 38. st. 4. SZ-a). Osnovna obilježja senior duga su nizak rizik financiranja, nizak trošak financiranja, kratkoročnost, ali i mala fleksibilnost.<sup>34</sup> Međutim, svrstava se u prioritetne tražbine u slučaju stečaja ili likvidacije društva. Zbog svojih obilježja podobno je sredstvo korporativnoga financiranja za velike, ali i srednje i male kompanije.<sup>35</sup> Naime, u slučaju nemogućnosti financiranja senior dugom, *mezzanine* može popuniti financijski okvir koji društvu nedostaje, pri čemu se smanjuje pritisak na članove društva u smislu njihovih ulaganja u društvo.<sup>36</sup> Tako se *mezzanine* dugom može popuniti prostor između senior duga i vlasničkoga kapitala.<sup>37</sup>

### 3.2. *Pojam i obilježja vlasničkog kapitala (equity)*

Pojam vlasnički kapital (engl. *equity*) u kontekstu ovog rada podrazumijeva kapital koji su društvu stavili na raspolaganje kao svoj ulog članovi društva radi stjecanja poslovnih udjela. U tom smislu upozorava se na pravnu regulativu Zakona o trgovačkim društvima.<sup>38</sup> Članovi društva mogu se obvezati, pored uplate uloga, na dodatne uplate novca ili ispunjenje drugih činidbi koje imaju imovinsku vrijednost (čl. 391. st. 1. u vezi s čl. 385. i 398. ZTD-a). Društvenim se ugovorom može odrediti

33 Stečajni zakon, Narodne novine, br. 71/15., 104/17., 36/22. (u daljnjem tekstu: SZ).

34 Giurca Vasilescu, „Mezzanine Debt”, 15.

35 Giurca Vasilescu, „Mezzanine Debt”, 14.

36 Njis, *Mezzanine Financing, Tools*, 9.

37 Czajkowska, „Mezzanine as an Alternative Form of Corporate Financing”, 7-8; Silbernagel i Vaitkunas, „Mezzanine Finance”, 3.

38 Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine, br. 111/93., 34/99., 121/99., 52/00., 118/03., 107/07., 146/08., 137/09., 125/11., 152/11., 111/12., 68/13., 110/15., 40/19., 34/22., 114/22., 18/23. (u daljnjem tekstu: ZTD).



i da članovi društva donose odluke o dodatnim plaćanjima društvu (čl. 391. st. 1. ZTD-a). Član društva, može društvu u krizi staviti na raspolaganje vlastiti kapital ili dati zajam (čl. 408. st. 1. ZTD-a). Međutim, član koji društvu da zajam umjesto pribave vlastitoga kapitala, u stečajnom postupku svoja prava može ostvarivati samo kao stečajni vjerovnik nižeg isplatnog reda. Osnovna obilježja vlasničkoga kapitala su visok rizik financiranja, visok trošak financiranja, ali najveća fleksibilnost.<sup>39</sup>

#### **4. MEZZANINE DUG U PREDSTEČAJNOM POSTUPKU**

##### **4.1. Neka otvorena pitanja predstečajnog postupka**

Uzor u stvaranju stečajnog zakonodavnog okvira hrvatski zakonodavac već je uobičajeno primarno vidio u njemačkom pravnom sustavu. Stečajno pravo vrlo je osjetljivo pravno područje, a ozbiljne kritike u domaćoj doktrini trpi nakon uvođenja instituta predstečajne nagodbe Zakonom o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi iz 2012. godine.<sup>40</sup> Učestali pokušaji reforme SZ-a kao i donošenje ZFP-a nisu postigli znatniji uspjeh u poboljšanju stečajnog postupka. Stoga se uočava kako su u Republici Hrvatskoj stečajni i predstečajni postupci u odnosu na druge države u okruženju nešto kraći, ali su skuplji i s nižim stupanjem namirenja vjerovnika.<sup>41</sup> U tom je smislu 2015. nakon trogodišnjeg eksperimentiranja, proveden još jedan pokušaj poboljšanja stečajnog zakonodavstva tako da su odredbe o predstečajnom postupku iz ZFP-a primijenjene u SZ. Međutim, čini se kako dosadašnja rješenja i dalje ostavljaju prostor za modernizaciju insolventnog prava.

Cilj je predstečajnog postupka urediti pravni položaj dužnika i njegova odnosa prema vjerovnicima, sprječavanje nesposobnosti za plaćanje i održavanje njegove djelatnosti (čl. 2. SZ-a). Predstečajni postupak provodi se iz dva razloga: restrukturiranja dužnika i povoljnijih uvjeta namirenja vjerovnika.<sup>42</sup> Riječ je

39 Giurca Vasilescu, „Mezzanine Debt”, 15.

40 Vidjeti: Mihajlo Dika, „O ustavnosti pravnog uređenja instituta predstečajne nagodbe“, u: *Hrvatsko insolventno pravo*, ur. Jakša Barbić (Zagreb: Hrvatska akademija znanosti i umjetnosti, 2014.); Jasnica Garašić, „Najznačajne novine Stečajnog zakona iz 2015. godine”, *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci* 38, br. 1 (2017); Jasnica Garašić „Stečajni plan nakon Izmjena i dopuna Stečajnog zakona 2012. godine”, u: *Djelotvorna pravna zaštita u pravičnom postupku. Izazovi pravosudnih transformacija na jugu Europe*, Zbornik radova u čast 70. rođendana prof. dr. sc. Mihajla Dike, ur. Alan Uzelac, Jasnica Garašić i Aleksandra Maganić (Zagreb: Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, 2013.); Aleksandra Maganić, „Pravna sredstva protiv predstečajne nagodbe“, *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu* 65, br. 3-4 (2015); Jadranka Nižić-Peroš, „Posljedice primjene Zakona o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi“, *Oeconomica Jadertina* 10, br. 1 (2020): 133; Ivana Tomas Živković, Dejan Bodul i Saša Živković, „Novosti i problemi u provedbi stečajnog zakonodavstva u Republici Hrvatskoj“, *Ekonomski pregled* 64, br. 4. (2014); Zakon o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi, Narodne novine, br. 108/12., 144/12., 81/13., 112/13., 71/15., 78/15., 114/22. (u daljnjem tekstu: ZFP).

41 Dejan Bodul, „Uz nacrt Stečajnog zakona: treba li onemogućiti pripajanje trgovačkim društvima koji su na ‘pragu stečaja’?“, *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci* 43, br. 3 (2022): 915-916.

42 Miljenko Giunio, „Financijsko poslovanje i predstečajna nagodba”, u: *Zbornik susreta*

o financijskom restrukturiranju dužnika koje se temelji na reguliranju odnosa između trgovačkoga subjekta u financijskim poteškoćama i njegovih vjerovnika.<sup>43</sup> Predstečajni postupak može se pokrenuti i ako sud utvrdi prijetee nesposobnosti za plaćanje (čl. 4. SZ-a). Predstečajni postupak pokreće se na prijedlog ovlaštene osobe (čl. 11. SZ-a) i radi se o hitnom postupku. On je usmjeren na potvrdu plana restrukturiranja, pa nakon što ga vjerovnici prihvate i dužnik da svoj pristanak na njega, sud će rješenjem utvrditi prihvaćanje plana restrukturiranja ako nema drugih zakonom propisanih smetnji (čl. 61. st. 1. i 3. SZ-a).

Odbredbama čl. 59., 59. a i 61. SZ-a pokušava se osigurati zaštita vjerovničkih prava kroz glasačke skupine i ulogu suda kod uskrate potvrde plana restrukturiranja. Glasovanje i raspravljanje o planu restrukturiranja provodi se na ročištu za glasovanje koje se mora održati najkasnije 30 dana od dana pravomoćnosti rješenja o utvrđenim i osporenim tražbinama, a na kojem vjerovnici odlučuju o planu restrukturiranja glasovanjem (čl. 55. st. 1. i 5. SZ-a).<sup>44</sup> Sud će sastaviti popis vjerovnika i prava glasa koja im pripadaju (čl. 57. SZ-a). Pravo glasa vjerovnika ostvaruje se sukladno s odbredbama SZ-a koja uređuju pravo glasa o stečajnom planu te će se smatrati da su vjerovnici prihvatili stečajni plan, ako je u svakoj skupini većina vjerovnika glasovala za plan te zbroj tražbina vjerovnika koji su glasovali za plan dvostruko prelazi zbroj tražbina vjerovnika koji su glasovali protiv plana (čl. 330. SZ-a).<sup>45</sup>

Vjerovnici glasuju pisanim putem na propisanom obrascu za glasovanje koji mora biti dostavljen sudu najkasnije do početka ročišta za glasovanje te ga mora potpisati i ovjeriti ovlaštena osoba (čl. 58. st. 1. SZ-a). Ne dostave li vjerovnici do

---

*pravnik/Hrvatski savez udruga pravnik u gospodarstvu*, ur. Jakša Barbić (Opatija: Sveučilišna tiskara Zagreb, 2013.), 72.

43 Vladimir Čolović, „Restrukturiranje dužnika”, *Godišnjak Fakulteta pravnih nauka* 8, br. 8 (2018): 6.

44 U skladu s odbredbom čl. 55. SZ-a poziv za ročište za glasovanje objavit će se na mrežnoj stranici e-Oglasna ploča sudova. Na ročištu za glasovanje dužnik izlaže plan restrukturiranja. Nakon izlaganja dužnika o planu restrukturiranja očituje se povjerenik. O prijedlozima dužnika otvara se rasprava u kojoj imaju pravo sudjelovati vjerovnici, dužnik i povjerenik. O prijedlozima vjerovnika iznesenim na ročištu u svezi s izmjenama predloženoga plana restrukturiranja očituje se dužnik.

45 U skladu s odbredbom čl. 331. SZ-a smatrat će se da je glasačka skupina prihvatila stečajni plan, iako potrebna većina nije postignuta ako vjerovnici te skupine stečajnim planom nisu u lošijem položaju od onoga u kojem bi bili da stečajnog plana nema, vjerovnici te skupine primjereno sudjeluju u gospodarskim koristima koje bi sudionicima trebale pripasti na temelju stečajnoga plana i ako je većina glasačkih skupina prihvatila stečajni plan s potrebnom većinom. Smatrat će se da primjereno sudjelovanje vjerovnika skupine u gospodarskim koristima postoji ako prema stečajnom planu nijedan vjerovnik neće primiti imovinsku korist koja prelazi iznos njegove tražbine, vjerovnici skupine koja je odbila prihvatiti plan stavljeni su barem u isti položaj kao i druge skupine vjerovnika s tražbinama koje bi u slučaju da stečajnog plana nema bile istog isplalnog reda, vjerovnici skupine koja je odbila prihvatiti plan stavljeni su u bolji položaj od vjerovnika drugih skupina s tražbinama koje bi u slučaju da stečajnog plana nema bile nižeg isplalnog reda i dužnik, dioničar, nositelj udjela i nositelj drugih osnivačkih prava pravnih osoba neće primiti imovinsku korist, osim ako bi njihovo sudjelovanje u stečajnom planu u vidu vođenja poslovanja bilo zbog njihovih osobnih sposobnosti nužno za ostvarivanje toga stečajnoga plana.

početka ročišta za glasovanje obrazac za glasovanje ili dostave obrazac iz kojeg se ne može nedvojbeno utvrditi kako su glasovali, smatrat će se da su glasovali protiv plana restrukturiranja (čl. 58. SZ-a). Sud će o provedenom glasovanju sastaviti poseban zapisnik koji potpisuju dužnik i povjerenik ako je imenovan (čl. 58. st. 2. SZ-a). Svaka skupina vjerovnika s pravom glasa odvojeno glasuje o planu restrukturiranja (čl. 59. st. 1. SZ-a).

Nadalje, vjerovnici u predstečajnom postupku razvrstavaju se u skupine (čl. 308. SZ-a). U tom smislu, vjerovnici s različitim pravnim položajem razvrstavaju se u posebne skupine, pri čemu treba razlikovati vjerovnike s pravom odvojenoga namirenja (ako stečajni plan zadire i u njihova prava), zatim stečajne vjerovnike koji nisu nižega isplatnog reda i stečajne vjerovnike pojedinih nižih isplatnih redova (ako njihove tražbine ne prestaju prema čl. 311. st. 1. SZ-a), dok posebnu skupinu čine radnici.<sup>46</sup> Pretpostavlja se da su vjerovnici prihvatili plan restrukturiranja ako je za njega glasovala većina svih vjerovnika i ako u svakoj skupini zbroj tražbina vjerovnika koji su glasovali za plan dvostruko prelazi zbroj tražbina vjerovnika koji su glasovali protiv prihvatanja plana (čl. 59. SZ-a).<sup>47</sup> Izmjenama SZ-a iz 2022. u hrvatski je regulatorni okvir primijenjena regulativa prava Europske unije iz Direktive (EU) 2019/1023 iz 2019. čiji je naglasak na jačanju nacionalnog (pred)stečajnog okvira i povećanje učinkovitosti postupaka koji se odnose na restrukturiranje.<sup>48</sup> Na tom je tragu između ostaloga propisana odredba čl. 59. a SZ-a koja regulira većinske odluke skupine vjerovnika i zabranu opstrukcije pojedinih skupina vjerovnika u predstečajnom postupku (poboljšano je i ranije rješenje zabrane opstrukcije iz odredbe čl. 331. SZ-a kada je riječ o stečajnom planu).<sup>49</sup> Tako je propisano da ako u određenoj skupini vjerovnika nije postignuta potrebna većina iz čl. 59. st. 2. SZ-a, a sve su ostale pretpostavke za potvrdu plana restrukturiranja ispunjene, na prijedlog dužnika ili uz njegovu suglasnost, smatrat će se da je ta skupina prihvatila plan i sud će potvrditi plan restrukturiranja uz ispunjenje uvjeta da vjerovnici te skupine planom restrukturiranja nisu stavljeni u lošiji položaj od onoga u kojem bi bili da plana restrukturiranja nema. Također je propisano da vjerovnici te skupine primjereno

46 Čl. 308. st. 2. i 4. SZ-a omogućava da se vjerovnici istoga pravnog položaja mogu svrstati u skupine prema istovrsnosti gospodarskih interesa, koja se radnja mora temeljiti na valjanim razlozima. U stečajnom planu navest će se kriteriji za razvrstavanje. Ako bi prema stečajnom planu njegovi učinci bili jednaki prema svim stečajnim vjerovnicima, ti se vjerovnici neće razvrstati u posebne skupine.

47 Čl. 59. st. 3. SZ-a: *Vjerovnici koji imaju neko zajedničko pravo ili čija su prava do nastanka predstečajnoga razloga činila jedinstveno pravo računaju se pri glasovanju kao jedan vjerovnik, a na odgovarajući način postupit će se i s nositeljima razlučnih prava ili prava plodouživanja.*

48 *Vlada Republike Hrvatske, Nacrt prijedloga Zakona o izmjenama i dopunama Stečajnog zakona (EU) 02.12.2021., pristup 5. srpnja 2023.,* <https://vlada.gov.hr/sjednice/87-sjednica-vlade-republike-hrvatske-33471/33471>.

49 Čl. 1. SZ-a: *Ovim se Zakonom u hrvatsko zakonodavstvo preuzima Direktiva (EU) 2019/1023 Europskog parlamenta i Vijeća od 20. lipnja 2019. o okvirima za preventivno restrukturiranje, otpustu duga i zabranama te o mjerama za povećanje učinkovitosti postupaka koji se odnose na restrukturiranje, nesolventnost i otpust duga i o izmjeni Direktive (EU) 2017/1132 (Direktiva o restrukturiranju i nesolventnosti) (SL L 172/18).*

sudjeluju u gospodarskim koristima koje bi im trebale pripasti na temelju plana restrukturiranja i da je većina skupina vjerovnika prihvatila plan restrukturiranja s potrebnom većinom. Pritom najmanje jedna od skupina vjerovnika koja je prihvatila plan ne smije biti skupina vjerovnika koji su nositelji udjela ili skupina vjerovnika s tražbinama nižih isplatnih redova iz čl. 139. SZ-a.<sup>50</sup> Time se želi pridonijeti cilju zakonodavca da održi poslovni subjekti i poduzetnici u financijskim poteškoćama imaju pristup učinkovitijem nacionalnom okviru za preventivno restrukturiranje (predstečajni postupak) koje će im omogućiti nastavak rada.<sup>51</sup>

O potvrdi plana restrukturiranja odlučuje sud nakon što vjerovnici prihvate plan restrukturiranja i dužnik da svoj pristanak na njega (čl. 61. st. 1. SZ-a). Ako nisu ispunjene pretpostavke za potvrdu plana restrukturiranja, sud će rješenjem uskratiti potvrdu plana restrukturiranja i obustaviti predstečajni postupak (čl. 61. a SZ-a). Razlozi za sudsku uskratu potvrde plana restrukturiranja *ex offio* taksativno su propisani odredbom čl. 61. st. 3. SZ-a.<sup>52</sup> S druge strane, sud je ovlašten na prijedlog vjerovnika, dužnika, dioničara, nositelja udjela te nositelja drugih osnivačkih prava pravnih osoba uskratiti potvrdu plana restrukturiranja ako je podnositelj prijedloga planu restrukturiranja prigovorio najkasnije na ročištu za raspravljanje i glasovanje pismeno ili usmeno na zapisnik i planom restrukturiranja stavljen u lošiji položaj od onoga u kojem bi bio da plana nema. U tom smislu, radi utvrđivanja je li sudionik plana restrukturiranja stavljen u lošiji položaj od onoga u kojem bi bio da plana nema sud može izvesti dokaz vještačenjem na trošak sudionika plana restrukturiranja koji tvrdi da je planom stavljen u lošiji položaj (čl. 63. st. 6. SZ-a).

50 U skladu s odredbom čl. 59. a st. 2. SZ-a smatrat će se da primjereno sudjelovanje vjerovnika skupine u gospodarskim koristima postoji ako prema planu restrukturiranja nijedan vjerovnik neće primiti imovinsku korist koja prelazi iznos njegove tražbine, zatim ako su vjerovnici skupine koja je odbila prihvatiti plan stavljeni barem u isti položaj, kao i druge skupine vjerovnika s tražbinama koje bi u slučaju otvaranja stečajnog postupka bile istog isplatnog reda, ako su vjerovnici skupine koja je odbila prihvatiti plan stavljeni u bolji položaj od vjerovnika drugih skupina s tražbinama koje bi u slučaju otvaranja stečajnog postupka bile nižeg isplatnog reda te ako dužnik ili osoba koja u njemu ima udjel neće primiti imovinsku korist.

51 *Vlada Republike Hrvatske, Nacrt prijedloga Zakona o izmjenama i dopunama Stečajnog zakona (EU) 02.12.2021.*, pristup 5. srpnja 2023., <https://vlada.gov.hr/sjednice/87-sjednica-vlade-republike-hrvatske-33471/33471>.

52 Sud će uskratiti potvrdu plana restrukturiranja ako je dužnik sposoban za plaćanje i ako ne postoji prijeteca nesposobnost za plaćanje njegovih obveza, ako su bitno povrijeđena pravila o sadržaju plana restrukturiranja i postupanja tijekom njegove izrade i donošenja, kao i o prihvatu od vjerovnika i o pristanku dužnika, osim ako se nedostatak može otkloniti u kratkom roku koji će odrediti sud, ako je prihvata plana restrukturiranja postignut na nedopušten način, osobito stavljanjem u povoljniji položaj pojedinih vjerovnika, ako planom restrukturiranja nije određeno namirenje iznosa koji bi vjerovnici dobili da njihova tražbina nije osporena, ako je planom restrukturiranja predloženo pretvaranje tražbine jednog ili više vjerovnika u temeljni kapital dužnika, a članovi dužnika nisu u skladu s odredbom ZTD-u donijeli odluku kojom se to dopušta, ako se planom restrukturiranja u svrhu njegova ostvarivanja predviđa novo financiranje koje neopravdano oštećuje interese vjerovnika ili ako očito ne postoje razumni izgledi da bi plan restrukturiranja mogao spriječiti nastanak nesposobnosti plaćanja ili osigurati održivost poslovanja.

Protiv rješenja kojim se plan restrukturiranja potvrđuje ili se potvrda plana restrukturiranja uskraćuje sudionici procesa donošenja plana restrukturiranja imaju pravo na žalbu. Međutim, pravo na žalbu ograničeno je ispunjenjem dva kumulativna zahtjeva. Prvi je zahtjev da je podnositelj žalbe prigovorio planu u postupku glasanja o njemu i glasao protiv plana i drugo, da je učinio vjerojatnim da je planom stavljen u lošiji položaj od onoga u kojem bi bio da plana nema i da se primjene viši i niži isplatni redovi (iz čl. 138. i 139. SZ-a).<sup>53</sup> Uočava se tako sužen prostor pravne zaštite nezadovoljnih sudionika predstečajnog postupka. Uz to, žalba protiv rješenja kojim se plan restrukturiranja potvrđuje nesuspensivne je pravne naravi. Ipak, sud može na prijedlog podnositelja žalbe odgoditi provedbu plana restrukturiranja ili njegovih dijelova, ako je to potrebno da bi se otklonilo nastupanje teške i nepopravljive štete za žalitelja koja bi nadišla prednosti neodgodive provedbe plana (čl. 61. b SZ-a). Razlozi za ulaganje prigovora na plan restrukturiranja nisu detaljnije regulirani, već je odredbom čl. 61. st. 4. SZ-a samo predviđena mogućnost ulaganja prigovora najkasnije na ročištu za raspravljanje i glasanje (pismeno ili usmeno na zapisnik). Potvrđeni plan restrukturiranja ima pravni učinak prema svim njegovim sudionicima (čl. 62. SZ-a).

Sa stajališta teme ovoga rada nadalje se ističe kritika modela restrukturiranja dužnika, a to je misao kako je svaki dužnik podoban za financijsko restrukturiranje, kao i da svaki vjerovnik može podnijeti teret „postavljanja dužnika na noge“. U tom smislu nema relevantnih pokazatelja uspješnosti konsolidacije dužnika u predstečajnom postupku, ni onih utemeljenih na predstečajnim sporazumima ni onih utemeljenih na sadašnjim planovima restrukturiranja. To objektivno ostavlja dojam da znatan broj dužnika nije ili neće biti sposoban provesti restrukturiranje kao i da je neuspjeh tih procesa pravilo, a ne iznimka. U literaturi se nalazi i na prikaz uzorka koji se tumači u smislu neučinkovitosti predstečajnih nagodbi (sporazuma) kao modela restrukturiranja dužnika koji su prethodili sadašnjem planu restrukturiranja.<sup>54</sup> Unatoč tomu, postojeće zakonsko rješenje i dalje obilježava plan restrukturiranja (u odnosu na mogućnost stečajnoga plana), nezanemariv gubitak vremena, povećanje opasnosti od zlorabiranja jer dužnik i dalje upravlja i raspolaže svojom imovinom, problemi s

53 Tražbine viših isplatnih redova raspoređuju se kao tražbine prvoga višeg isplatnog reda i drugog višeg isplatnog reda (čl. 138. SZ-a). Tako, u tražbine prvoga višega isplatnog reda ulaze tražbine radnika i prijašnjih dužnikovih radnika nastale do dana otvaranja stečajnoga postupka iz radnoga odnosa u ukupnom bruto iznosu, otpremnine do iznosa propisanoga zakonom, odnosno kolektivnim ugovorom i tražbine na osnovi naknade štete pretrpljene zbog ozljede na radu ili profesionalne bolesti. U tražbine drugoga višega isplatnog reda ulaze sve ostale tražbine prema dužniku, osim onih koje su razvrstane u niže isplatne redove iz čl. 139. SZ-a (kamate na tražbine stečajnih vjerovnika od otvaranja stečajnoga postupka, troškovi koji za pojedine vjerovnike nastanu njihovim sudjelovanjem u postupku, novčane kazne izrečene za kazneno ili prekršajno djelo i troškovi kaznenoga ili prekršajnoga postupka tražbine za besplatnu činiđu dužnika i tražbine za povrat zajma kojim se nadomješta kapital nekoga člana društva ili odgovarajuće tražbine). Tražbine nižih isplatnih redova namiruju se nakon tražbina viših isplatnih redova.

54 Nižić-Peroš, „Posljedice primjene Zakona o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi“, 141.



mehanizmima pobijanja plana restrukturiranja, uvećavanje troškova postupka i uz to ostavlja dojam dominacije stečajnoga dužnika.

#### 4.2. Pretvaranje tražbine u poslovni udjel (debt/equity swap)

Jedan je od mogućih načina rješavanja dugova dužnika pravne osobe pretvaranje tražbina vjerovnika u poslovne udjele društva dužnika.<sup>55</sup> Regulatorni okvir ne predviđa izričito koncept pretvaranja tražbina u poslovni udjel, pa se temelji ovog procesa pronalaze u propisima prava društava i insolventijskog prava.<sup>56</sup> Institut preoblikovanja tražbina u poslovne udjele prvotno je uređen američkim pravom, da bi zatim u osnovnim crtama bio prihvaćen u nizu drugih pravnih sustava.<sup>57</sup> Koliko god je u kontinentalnom pravnom sustavu bio predmetom žustrih rasprava, model pretvaranja tražbine u poslovni udjel primijenjen je i u domaćem zakonodavstvu.<sup>58</sup> Hrvatski je pravni sustav ovaj mehanizam restrukturiranja dužnika i namirenja tražbina vjerovnika predvidio prvotno ZFP-om. Međutim taj se zakon održao svega tri godine, nakon čega su ponovno pokrenute radnje „modernizacije“ stečajnog prava i veliki je dio odredbi ovoga zakona stavljen u okrilje SZ-a. U pogledu instrumenta pretvaranja tražbine u poslovni udjel hrvatski se pravni sustav ponovno oslonio na rješenja njemačkoga pravnog sustava.<sup>59</sup> Odredbom čl. 217. njemačkoga Stečajnog zakona (*Insolvenzordnung*) propisano je kako se insolventijskim planom može predvidjeti promjena članskih prava u stečajnom dužniku.<sup>60</sup> Ovlašt izravnoga predlaganja plana, a samim time pretvaranja tražbine u poslovni udjel, imaju stečajni upravitelj i dužnik (čl. 218. st. 1. *InsO*-a). Uz to skupština vjerovnika sukladno s čl. 218. st. 2. *InsO*-a ovlaštena je naložiti stečajnom upravitelju izradu plana. Konkretizacija načelne odredbe čl. 217. *InsO*-a uslijedila je u čl. 225.a, koji izrijeком propisuje mogućnost da se stečajnim planom predvidi preoblikovanje tražbina u udjele te prijenos članskih prava u stečajnom dužniku. Ne može se provesti pretvaranje tražbine u poslovni udjel protiv volje vjerovnika. Naime, čl. 225.a st. 2. *InsO*-a izričito zabranjuje preoblikovanje tražbine pojedinoga vjerovnika ako se on protivi preoblikovanju.

55 Jozipović i Jukić, „Preoblikovanje tražbina vjerovnika u udjele u dužniku”, 506.

56 Diffring, *Umwandlung von Forderungen zur Sanierung von Kapitalgesellschaften*, 48.

57 Jozipović i Jukić, „Preoblikovanje tražbina vjerovnika u udjele u dužniku”, 508.

58 Diffring, *Umwandlung von Forderungen zur Sanierung von Kapitalgesellschaften*, 28.; Jozipović i Jukić, „Preoblikovanje tražbina vjerovnika u udjele u dužniku”, 509; Bernd Meyer-Lowy, Carl Pickerill i Florian Bruder, „Landmark German Bankruptcy Reform Law Creates Opportunities for Stakeholders”, *Banking Law Journal* 129, br. 6 (2012): 548-554.

59 Garašić, *Stečajni plan nakon Izmjena i dopuna Stečajnog zakona 2012. godine*, 488. *Bundesgesetzblatt.de*, BGBl I. S. 2582/2011, pristup 16. ožujka 2023., [https://www.bundesgerichtshof.de/SharedDocs/Downloads/DE/Bibliothek/Gesetzesmaterialien/17\\_wp/Esug/bgbl.pdf;jsessionid=5AB6312FE1D088D59597F4D26ADC0E5E.internet002?\\_\\_blob=publicationFile&v=1](https://www.bundesgerichtshof.de/SharedDocs/Downloads/DE/Bibliothek/Gesetzesmaterialien/17_wp/Esug/bgbl.pdf;jsessionid=5AB6312FE1D088D59597F4D26ADC0E5E.internet002?__blob=publicationFile&v=1)

60 Njemački *Insolvenzordnung*, od 5. listopada 1994, BGBl. I S. 2866/1994, s posljednjim izmjenama od 20. srpnja 2022., BGBl I.S. 1166/2022. (u daljnjem tekstu: *InsO*).



Gledajući osnovna obilježja izvornoga stjecanja članstva u društvu bila bi riječ o prvom stjecanju poslovnog udjela pri njegovu izdavanju.<sup>61</sup> U tom se smislu može zaključiti kako se radi o izvornom stjecanju, jer će vjerovnici u pravilu steći novoizdane poslovne udjele u društvu dužnika.<sup>62</sup> Naime, pretvaranje tražbine u poslovni udjel provodi se kroz proces povećanja temeljnoga kapitala (čl. 457. - 461. ZTD-a).<sup>63</sup> Prijenos tražbine vjerovnika društvu kojim će doći do ostvarivanja postupka povećanja temeljnoga kapitala temelji se na ZOO-u i pravilima o cesiji (čl. 80. - 82. ZOO-a). U temeljni se kapital može uložiti tražbina prema trećima i tražbina prema samom društvu.<sup>64</sup> Time se način postiže bilančano i financijsko restrukturiranje, s obzirom na to da društvo ne mora platiti obvezu.<sup>65</sup> Pretvaranje tražbine u poslovni udjel posljedično dovodi do prestanka tražbine sjedinjenjem, a vjerovnik ostaje član društva.<sup>66</sup>

Na prvi pogled, pitanje pretvaranja tražbine vjerovnika u poslovni udjel društva dužnika ne čini se problematičnim, posebno ako se taj postupak provodi dobrovoljno i sporazumno. Međutim, određena pitanja u pogledu zaštite prava svih onih vjerovnika koji su prisiljeni odreći se dijela svojih tražbina ili ih pretvoriti u članske udjele u dužniku ostaju otvorena. Pritom vezano za pretvaranje tražbine u udjel nema relevantnoga normativnog uređenja niti u etapi predstečajnoga postupka niti u etapi stečajnoga postupka. SZ u stečajnom postupku, za razliku od etape predstečajnoga postupka, u najmanju ruku upućuje na potrebu za ishodenjem suglasnosti vjerovnika za pretvaranja tražbine u poslovni udjel (čl. 316. st. 2. SZ-a), iako je ta norma nedorečena i praktično prijeporna u gramatičkom i teleološkom smislu. Iz takve se norme ne može izvesti ni jasan zaključak o pravnim posljedicama nedavanja suglasnosti na pretvaranje tražbine u poslovni udjel. Ono što se s obzirom na cilj i svrhu predstečajnog postupka, o čemu će biti riječi u daljnjem tekstu, može zaključiti jest da onaj vjerovnik koji odbije dati suglasnost za pretvaranje svoje tražbine u poslovni udjel nema pravo ostvarivanja svoje tražbine restrukturiranjem. Mehanizam pretvaranja tražbine u poslovni udjel *per se* nailazi na ustavno-pravno opravdanje.<sup>67</sup> S druge strane, prisilno pretvaranje tražbine u poslovni udjel i posljedično stjecanje članstva u društvu dužnika prijeporno je i iz ustavno-pravne perspektive, perspektive prava društva, kao i pravne naravi društva s ograničenom odgovornošću.

61 Jakša Barbić, *Pravo društava, Društva kapitala, Društvo s ograničenom odgovornošću, društvo za uzajamno osiguranje, kreditna unija*, 5. izmijenjeno i dopunjeno izd. (Zagreb: Organizator, 2010.), 100.

62 Barbić, *Pravo društava, Društva kapitala, Društvo s ograničenom odgovornošću, društvo za uzajamno osiguranje, kreditna unija*, 99.

63 Prijedlog odluke o pretvaranju tražbina u poslovni udjel u temeljnom kapitalu trgovačkog društva KANAL RI d.o.o. Rijeka. *Portal Rijeka.hr*, pristup 16. ožujka 2023., <https://www.rijeka.hr/wp-content/uploads/2016/12/Prijedlog-odluke-o-pretvaranju-potraživanja-u-poslovni-udjel-u-temeljnom-kapitalu-trgovačkog-društva-KANAL-RI-d.o.o..pdf>.

64 Nenad Šimunec, „Unos novčane tražbine u kapital društva“, *Računovodstvo, revizija i financije* br. 5 (2017): 188.

65 Šimunec, „Unos novčane tražbine u kapital društva“, 189.

66 Diffing, *Umwandlung von Forderungen zur Sanierung von Kapitalgesellschaften*, 29-31.

67 Čl. 49. st. 1 i 2. Ustava Republike Hrvatske, Narodne novine, br. 56/90., 135/97., 08/98., 113/00., 124/00., 28/01., 41/01., 55/01., 76/10., 85/10., 05/14. (u daljnjem tekstu: Ustav RH).

S jedne strane, vjerovnik je povod za ovaj proces zasigurno vidio u okolnosti da društvo ne može platiti svoju obvezu, pa mu je povoljnije tražbinu pretvoriti u poslovni udjel u društvu.<sup>68</sup> Ekonomski se rizici vjerovnika ogledaju u potpunom gubitku investicije, a pravni primarno kroz porezni rizik (npr. obveza plaćanja PDV-a), stoga je praksa razvila više modela konverzije potraživanja.<sup>69</sup> S druge strane, nužno je sagledati aspekt smanjenja prava manjinskih članova društva dužnika zbog pretvaranja tražbine vjerovnika u poslovni udjela društva dužnika. Zaključuje se kako je riječ o procesu vođenom radi zaštite društva od rizika nastupanja stečaja, pa s tim u vezi ono nije kršenje manjinskih prava.<sup>70</sup> Treba voditi računa o tome da je za prihvaćanje ovog modela restrukturiranja potrebna detaljnija analiza potencijalnoga uspjeha restrukturiranja budući da je riječ o objektivnim ekonomskim i pravnim rizicima za vjerovnika.<sup>71</sup> Unatoč nepostojanju objektivnih kriterija utvrđenja stvarnog stanja u praksi, izneseno je stajalište kako postupak pretvaranja tražbine u poslovni udjel otvara dodatan prostor za uspješno restrukturiranje dužnika (spašavanje radnih mjesta, unaprjeđenje konkurentnosti gospodarstva, povećanje likvidnosti i dugoročna stabilnost fiskalnih prihoda). S druge strane, riječ je složenom procesu dalekoga dometa i utjecaja na prava svih stranaka u postupku.<sup>72</sup> No ipak, smatra se kako je sanacija dužnika opravdana samo ako vrijednost njegove imovine nastavkom poslovanja (tzv. *going-concern value*) nadilazi vrijednost koju bi se postiglo unovčenjem imovine dužnika te postoje (samo) financijske poteškoće (tzv. *financial failure*), a neopravdana ako više nije moguće izvršiti restrukturiranje dužnika (tzv. *economic failure*).<sup>73</sup>

Puno je osjetljivija problematika položaja manjinskih vjerovnika u postupku pretvaranja tražbine u poslovni udjel. Konkretno, riječ je o vjerovnicima koji su prisiljeni odreći se dijela potraživanja ili pretvoriti potraživanje u poslovni udjel svog dužnika i to u pravilu odlukom prevladavajuće većine. Izvjesno je tako kako će se ovi procesi često provesti mimo volje manjinskih vjerovnika. Konkretno, ta će se skupina vjerovnika naći u pravnoj situaciji u kojoj ne gube samo svoje formalne zahtjeve, već i mogućnost da te zahtjeve ostvare u onoj mjeri u kojoj bi se mogli naplatiti da je otvoren stečaj (npr. ne daju li izjavu kojom prihvaćaju pretvaranje

68 Šimunec, „Unos novčane tražbine u kapital društva”, 189.

69 Diffing, *Umwandlung von Forderungen zur Sanierung von Kapitalgesellschaften*, 29-31; Tomas Živković, Bodul i Živković, „Novosti i problemi u provedbi stečajnog zakonodavstva u Republici Hrvatskoj”, 342. Prepoznaju se sljedeći oblici pretvaranja potraživanja u poslovni udjel: model *loan to own*, odnosno stjecanje udjela u članskoj strukturi nakon uspješnog restrukturiranja, zatim model *debt/equity swap* koji podrazumijeva zamjenu u potraživanju za poslovni udjel uz povećanje temeljnoga kapitala izdavanjem novih poslovnih udjela (pri čemu se tražbina ulaže kao ulog) ili kao prijenos udjela s ranijih članova društva na vjerovnika, model *deb / mezzanine swap* u svrhu pretvaranja potraživanja u pravo sudjelovanja u društvu s naglaskom na sudjelovanje u dobiti, zatim model *reverse debt/equity swap* (osnivanje društva za posebne namjene), model stjecanja udjela s naknadnim odricanjem (ne stječu se poslovni udjeli povećanjem kapitala, već odricanjem od duga) i sl.

70 Jozipović i Jukić, „Preoblikovanje tražbina vjerovnika u udjele u dužniku”, 525.

71 Diffing, *Umwandlung von Forderungen zur Sanierung von Kapitalgesellschaften*, 29-31.

72 Jozipović i Jukić, „Preoblikovanje tražbina vjerovnika u udjele u dužniku”, 532.

73 Jozipović i Jukić, „Preoblikovanje tražbina vjerovnika u udjele u dužniku”, 507.

tražbine u poslovni udjel, gube pravo na namirenje).<sup>74</sup> Dakle, stvarno stanje stvari je takvo da će vjerovnici s manjinskim tražbinama biti u neravnopravnom položaju u odnosu na vjerovnike većinskih tražbina.<sup>75</sup> Sporni su tako slučajevi u kojima nema volje vjerovnika da postane član društva dužnika, odnosno stekne članstvo restrukturiranjem društva dužnika. Opravdanje ovakvih zadiranja u statusne slobode često se nalazi u naglašenom cilju oporavka stečajnoga dužnika. No, čini se kako je takva perspektiva zanemarila okolnost kako vjerovnici društva dužnika ne moraju biti financijski sposobni financirati oporavak svojih dužnika. Ujedno se postavlja pitanje funkcioniranja društva koje kroz ovaj proces okuplja potencijalno sukobljene strane (stečajni dužnik, odnosno njegova uprava i ostali članovi društva). S druge strane, ne može se zanemariti opcija da manjinski vjerovnici opstruiraju plan restrukturiranja. U tom bi smislu manjina ugrozila smisao i cilj predstečajnog postupka. No, uspješan oporavak dužnika za njih bi značio imati imovinu određene tržišne vrijednosti kojom mogu raspolagati i bolji položaj za ostvarivanje tražbina negoli u stečaju. Pravnu sigurnost i zaštitu interesa sudionika predstečajnog postupka trebao bi osigurati sud posebno prateći postoje li uvjeti iz čl. 61. st. 3. SZ-a (uvjeti za uskratu potvrde plana restrukturiranja). To, pojačava pritisak na sudove i naglasak na potrebu njihova ozbiljnijega pristupa u postupanju u predstečajnim postupcima od nekih primjera prikazane prakse u ovom radu. Ipak, bilo bi uputno razmotriti i mogućnost zakonodavne intervencije koja bi detaljnije uredila proces pretvaranja tražbine u poslovni udjel, prevenirajući zloupotrebu svih sudionika, balansiranjem njihovih interesa i okvira prava društava i insolventijskog prava uz intervencije u regulaciju uzimanja kredita i financiranja restrukturiranja na koju se ranije doktrinarno upozoravalo.

#### **4.3. Primjena mezzanine duga u predstečajnom postupku – legitimno sredstvo namirenja vjerovnika ili anomalija u praksi**

Osim dvojbi koje nosi samo pretvaranje tražbine u poslovni udjel bez suglasnosti vjerovnika čija će tražbina biti predmet konverzije, sporno je ostvarivanje toga procesa na bazi *mezzanine* duga. Empirijskim istraživanjem uočeno je da se *mezzanine* dug neko vrijeme javlja u predstečajnim postupcima kao model restrukturiranja dužnika.<sup>76</sup> U praksi će se raditi o slučajevima gdje je

74 Jozipović i Jukić, „Preoblikovanje tražbina vjerovnika u udjele u dužniku”, 527.

75 Garašić, „Najznačajnije novine Stečajnog zakona iz 2015. godine”, 143; Jozipović i Jukić, „Preoblikovanje tražbina vjerovnika u udjele u dužniku”, 528.

76 Primjer je postupak koji se vodio pred Trgovačkim sudom u Osijeku pod posl. br. St- 461/2019, predstečajni postupak društava Dalekovod d.d., Agrokor d.d., Nexa grupa d.d., Aapha Adriatica d.d. (Uljanik plovidba) i drugi. Rješenje o potvrdi predstečajne nagodbe Trgovačkog suda u Osijeku, St-461/2019 od 30. listopada 2020. *Dalekovod d.d.*, pristup 16. ožujka 2023., <https://www.dalekovod.hr/EasyEdit/UserFiles/Investitori/2022/dlkvprospektfinal.pdf>. *Agrokor izvanredna uprava*, pristup 16. ožujka 2023., <https://nagodba.agrokor.hr .Dokumen. Tips>, pristup 8. prosinca 2022., <https://dokumen.tips/documents/nexe-grupa-dd-naice-godinji-konsolidirani-financijski-konsolidirani-izvjetaj.html?page=1>.

*U slučaju neuspjele prodaje društva Našicecement d.d. u roku od 24 mjeseca od pravomoćnosti sudskog rješenja kojim se potvrđuje predstečajna nagodba Društva, imatelji obveznika*

planom restrukturiranja predviđeno da će se tražbina vjerovnika smatrati tražbinom *mezzanine* duga te protekom određenog vremena namiriti uz određenu minimalnu kamatnu stopu. Također su uočeni i slučajevi gdje će se, između ostalog, *mezzanine* dug nakon određenog (dužeg) vremenskoga perioda pretvoriti u senior dug.

Činjenica je kako se društvo u financijskim poteškoćama nalazi pod operativnim i financijskim pritiskom.<sup>77</sup> S time u vezi nužno je uravnotežiti mehanizme u kojima bi poštteni poduzetnici dobili drugu priliku učinkovitijim restrukturiranjem, ali i da vjerovnici ostvare povoljnije uvjete namirenja. Iz pozicije dužnika ovaj je model aktualan jer mu ostavlja mogućnost prividnoga financiranja s jedne strane (u biti nikakva financijska injekcija koja bi dovela do financijskog olakšanja nije primijenjena). No s druge strane, dublji *due diligence* i poduzetnička analiza koja bi opravdala takav mehanizam sanacije u pravilu izostaju, preventivne mjere zaštite od zloupotreba također su na margini, a dužnik ima slobodu i dalje upravljati društvom. Alternativa je s druge strane pretvoriti tražbine u poslovni udjel već planom restrukturiranja. No, dužnik često u pokušaju zaštite članske i upravljačke strukture neće biti sklon odrediti da se odmah pretvore tražbine vjerovnika u poslovni udjel i da se provede restrukturiranje u kojem upravo vjerovnici kao novi članovi mogu pridonijeti rezultatima oporavka dužnika. S obzirom na ovlaštenje da jednostrano predlaže plan restrukturiranja, u tom je smislu dužnik korak ispred vjerovnika. Zaobilaženje ove opcije, pokazuje s druge strane kako interes članova društva dužnika je prevladavajući u odnosu na ciljeve predstečajnoga postupka koji su usmjereni na oporavak društva kao gospodarskoga subjekta.<sup>78</sup> Ne treba zaboraviti ni pravo dužnika iz čl. 62. a SZ-a kada je riječ o modelima restrukturiranja. U tom smislu, naglašava se uloga suda iz čl. 61. SZ-a s naglaskom na točku 7. kojom se upozorava na nepostojanje razumnih izgleda da bi plan restrukturiranja mogao

---

*zadržavaju 352,46 milijuna kuna u obliku mezzanine koji će se namiriti iz budućeg poslovanja i prodaje društava u vlasništvu Društva. Preostali iznos tražbina se otpisuje. Novi list d.d., pristup 16. ožujka 2023., <https://www.novolist.hr/novosti/hrvatska/bivsa-pulska-uljanik-plovidba-na-sudu-zakljucila-predstečajnu-nagodbu-drzava-i-banke-dali-brodaru-novu-sansu/>.*

77 Elena Precourt i Henry Oppenheimer, „Acquisitions of Bankrupt and Distressed Firms“, *International Journal of Bonds and Derivatives* 2, br. 1 (2016): 3.

78 Lorenzo Benedetti, „The Position of Shareholders in the Restructuring Proceedings of Distressed Companies: From a Shareholders’ Veto Power to their Duty to Enforce (*Aufopferungs* or *Duldungspflicht*) a Restructuring Plan“, *International Insolvency Review* 20, br. 3 (2020): 322-345. Ovaj je autor pisao o novijim insolventijskim trendovima u državama članicama EU-a prema kojima se teži spriječiti članove društva da ometaju proces restrukturiranja.

U tom se smislu pri razmatranju položaja dužnika kroz ciljeve usmjerene na njegov oporavak, a posebno položaja članova društva dužnika može uzeti u obzir i planirana izmjena ZTD-a (prijedlog izmjena iz lipnja 2023. godine) prema kojoj se nudi rješenje da se za upis u knjigu poslovnih udjela traži potvrda o tome da stjecatelj poslovnog udjela, društvo s ograničenom odgovornošću čiji je ona član i u kojem ima poslovni udio u društvu koji predstavlja 25 % ili više udjela u temeljnom kapitalu, dioničko društvo čiji je ona jedini član, društvo osoba čiji je ona član koji osobno odgovara za obveze društva nema nepodmirenenih dugovanja na osnovi javnih davanja u smislu općeg poreznog propisa za čiju naplatu je nadležna Porezna uprava. Vidjeti *Edoc.sabor.hr*, pristup 8. srpnja 2023. <https://edoc.sabor.hr/Views/AktView.aspx?type=HTML&id=2027774>.

spriječiti nastanak nesposobnosti plaćanja ili osigurati održivost poslovanja. U tom smislu, u predstečajnom postupku trebalo bi voditi računa i o poštenju dužnika kojemu bi se trebalo pomoći u oporavku.<sup>79</sup>

U dostupnoj se literaturi ističe kako *mezzanine* dug nije sredstvo podobno za svaki stadij i stupanj razvoja poslovanja. Naime, izrijeком se navodi kako ovo nije instrument podoban za restrukturiranje društava u financijskim i drugim poteškoćama.<sup>80</sup> Isto tako, ukazuje se na oprez u korištenju ovog instrumenta i naglašava se važnost kompetentnog menadžmenta koji može ostvariti poslovne planove i povrat zaduženja.<sup>81</sup> Najvažnije okolnosti za korištenje hibridnog financiranja društava su one u kojima su mogućnosti za financiranje iz vlastitih izvora iscrpljene, a financiranje bankarskim kreditima je nedostatno ili nije raspoloživo, zatim okolnosti snažnoga tržišnog položaja utemeljenog na proizvodima i tehnologijama, zdravi financijski položaj, dobra snaga zarađivanja uz stalan rast profita, fokusirana poslovna strategija, pozitivne dugoročne razvojne prognoze te pozitivni i stabilni tijekovi novca koji se mogu pouzdano predvidjeti.<sup>82</sup> S druge strane, najvažnije prepreke koje društvo onemogućavaju u korištenju hibridnih instrumenata mogu se sažeti u neodgovarajućoj zaradi i varijabilnim novčanim tokovima, velikom udjelu duga u strukturi kapitala, malom udjelu vlastitoga kapitala, promjenjivim financijskim izvedbama, slabim tržišnim položajem, negativnim razvojnim projekcijama, restriktivnoj politici informiranja i nedostatnim poslovnim iskustvom.<sup>83</sup> Stoga korištenje ovog instrumenta u domaćim predstečajnim postupcima primjer je loše prakse. U literaturi se nailazi na prikaz mogućih ulagatelja u društva s poteškoćama kakva su i društva u statusu predstečajnoga postupka te se prikazuju opcije ulaganja vanjskoga kapitala (*equity* fondova) koje između ostaloga obuhvaćaju *mezzanine* dug kao model financiranja.<sup>84</sup> U hrvatskom insolventijskom okviru pokazatelji (ne)uspješnosti predstečajnih nagodbi (sporazuma) i planova restrukturiranja ne opravdavaju takve modele sanacije, već štoviše otvaraju mogućnost zloupotreba.<sup>85</sup>

*Mezzanine* dug u predstečajnom se postupku može pratiti iz dvije perspektive. Prva je, slučaj u kojem je financiranje *mezzanine* dugom ugovoreno prije otvaranja predstečajnog postupka. U tom smislu, nastupaju rizici koje je vjerovnik preuzeo pri preuzimanju obveze financiranja dužnika *mezzanine* dugom. S obzirom na proces donošenja plana restrukturiranja moguće je njime predvidjeti pretvaranje tražbine

79 Garašić, „Najznačajne novine Stečajnog zakona iz 2015. godine”, 132.

80 Giurca Vasilescu, „Mezzanine Debt”, 18.

81 Brooks, „Theory and Practice of Mezzanine Financing”, 446.

82 Njis, *Mezzanine Financing, Tools*, 24.

83 Njis, *Mezzanine Financing, Tools*, 24.

84 Vidjeti Morana Derenčinović Ruk, „Restrukturiranje društava u poteškoćama i tržište kapitala - vrste i upravljanje sukobom interesa“, *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci* 39, br. 4 (Posebni broj) (2018).

85 *Portal 7dnevno*, pristup 16. ožujka 2023., <https://www.7dnevno.hr/nekategorizirano/kako-je-ivan-ergovic-ostao-vlasnik-nexe-grupe-kad-je-u-predstečaju-utvrđeno-dugovanje-od-skoro-3-milijarde-kuna/>. *Portal Net.hr*, pristup 16. ožujka 2023., <https://net.hr/danas/hrvatska/todoric-progovorio-o-muljazi-teskoj-100-milijuna-eura-te-besmislice-dolaze-iz-radionice-lazi-ante-ramljaka-i-martine-dalic-5902816c-b1c2-11eb-a5e6-0242ac13004c>.



vjerovnika u poslovni udjel (engl. *debt/equity swap*). S druge strane, moguće su i situacije da se procesu pretvaranja tražbine vjerovnika u poslovni udjel (engl. *debt/equity swap*) ne pristupi ako dužnik tijekom predstečajnog postupka može otplaćivati dug prema planu restrukturiranja. No, namirenju *mezzanine* duga u planu restrukturiranja može se pristupiti i na druge načine ovisno o prijedlogu dužnika i glasovanju vjerovnika o predloženom planu, budući da je ulagatelj *mezzanine* duga vjerovnik koji nije u povlaštenom statusu (npr. pretvaranje *mezzanine* duga u senior dug). Dakle, tražbina na osnovi *mezzanine* duga bit će raspoređena sukladno s odredbom čl. 138. st. 2. SZ-a u tražbine drugoga višeg isplasnog reda.

Iz druge perspektive prati se model pretvaranja neosigurane tražbine vjerovnika u *mezzanine* ili senior dug radi pokušaja sanacije dužnika planom restrukturiranja. U tom se smislu postavlja pitanje dopuštenosti primjene *mezzanine* duga u predstečajnom postupku na tražbine vjerovnika koje nisu banke ili opisani fondovi kao trgovačka društva koja su dobila odobrenje regulatora za pružanje usluga financiranja.<sup>86</sup> Osim toga, taj je model sporan jer se u nezanemarivoj mjeri prisiljava vjerovnike da svojim nenamirenim tražbinama financiraju oporavak stečajnog dužnika. Stečajni vjerovnik koji nije u domeni regulatora, kao što su HNB i HANFA te nema dozvolu za plasman *mezzanine* duga. Takav zaključak, naime proizlazi iz opisanoga pojma i obilježja *mezzanine* duga kao izvanregulatornog instituta te iz analize dostupne literature i ranije prikazanoga regulatornog okvira, gdje je naglašeno kako je *mezzanine* dug primarno proizvod upravo financijskih institucija ovlaštenih za pružanje financijskih usluga i plasiranje takvih proizvoda na tržište, a koji su pod strogom i detaljnom kontrolom regulatora.<sup>87</sup> Riječ je o proizvodu bankarsko-financijskog sektora. Stoga se zaključuje kako *mezzanine* dug ne može biti u ponudi trgovačkih društava koji nisu financijske institucije ili fizičke osobe uključujući i članove društva dužnika. Međutim, takvim su investitorima na raspolaganju opcije investicija u obliku zajma uz primjenu odredaba ZOO-a, zatim zajma kojim se nadomješta kapital iz čl. 408. ZTD-a (vlasnički kapital / *equity*) ili se može primijeniti model privremenog i novog financiranja, odnosno kako to u širokoj formi proizlazi iz odredbe čl. 62. a SZ-a, model preuzimanja novog zaduženja u novcu. Nadalje, nema opravdanja da se takav instrument u predstečajnom postupku plasira pod znatno povoljnijim kamatama, negoli onima koje se javljaju na tržištu. Proturječje u primjeni *mezzanine* duga s njegovom tržišnom ulogom ogleda se i u okolnosti što taj model stečajni dužnik nije realizirao prije ispunjenja uvjeta za pokretanje predstečajnoga postupka. Naime, ako stečajni dužnik nije bio podoban za ishođenje *mezzanine* duga radi sanacije poslovanja prije pokretanja predstečajnog postupka, ne nailazi se na opravdavanje predlaganja vjerovničkoga financiranja stečajnog dužnika u predstečajnom postupku kroz *mezzanine* dug. Primijeniti ovaj instrument bez suglasnosti vjerovnika čija bi se tražbina pretvorila u poslovni udjel sporna je i u odnosu na odredbe ZTD-a o povećanju temeljnoga kapitala, budući da se taj proces temelji na dobrovoljnosti

86 Ukazuje se i na dvojbenu odredbu čl. 303. st. 2. SZ-a, prema kojemu se stečajnim planom može, između ostaloga, obvezu dužnika pretvoriti u kredit.

87 Vidjeti *supra* poglavlja 2. i 3.2.



ulagača.<sup>88</sup> Konačno, pretvarati *mezzanine* dug u senior dug kroz plan restrukturiranja iz istih razloga nije legitiman model. Štoviše, senior dug, kako je ranije pojašnjeno, traži određena jamstva koja omogućavaju povlašteno namirenje, pa je pitanje kako bi stečajni dužnik mogao učiniti u najmanju ruku vjerojatnim zaštitu investicije takvih vjerovnika i iz koje imovine bi bio sposoban dati osiguranje. U tom smislu, ne vidi se prostor za fleksibilnost izvan pravila regulatornog okvira.

No, sudska praksa pokazuje suprotan trend te je uočeno kako sudovi nekritički prihvaćaju modele restrukturiranja *mezzanine* dugom, pri čemu izostaje pozivanje na normu mjerodavnog prava koja utemeljuje dopuštenost primjene toga mehanizma. Sudski tretman pretvaranja tražbine u poslovni udjel kroz *mezzanine* dug pokazuje dvojbeno stajalište. Primjer loše prakse nalazi se u odluci VTS-a broj: Pž-5033/2020 od 03.12.2020. godine gdje se čini da se ističe povlašten status stečajnog dužnika.<sup>89</sup> Naime, VTS se pozvao na odredbu čl. 61. st. 1. SZ-a navodeći, između ostaloga, sljedeće: *Dakle, to su jedine zakonom propisane pretpostavke zbog kojih sud ne bi mogao utvrditi prihvaćanje plana restrukturiranja i potvrditi predstečajni sporazum.* Utvrđen je osnovanim prijedlog plana restrukturiranja kojim je osim umanjenja dijela tražbina vjerovnika predviđeno da će ostatak tražbina vjerovnika biti pretvoren u financijski hibridni instrument *mezzanine* razmjerno udjelu svake tražbine u ukupnim tražbinama vjerovnika uz opciju pretvaranja *mezzanine* duga u senior dug u roku od šest godina. Zanimljive su i kamate koje su predviđene na korištenje toga instrumenta koje se određuju u daleko nižem postotku od onih koje se za isti instrument nude pod tržišnim uvjetima, odnosno u visini od 2,5 % godišnje. Pritom se vjerovniku uvjetuje prihvaćanje pretvaranja tražbine u poslovni udjel pod prijetnjom otpusta *mezzanine* duga. Sporno je što je u navedenom predmetu priložena odluka skupštine društva dužnika kojom je dopušteno da se temeljni kapital poveća pretvaranjem tražbina u poslovni udjel na osnovi hibridnog instrumenta *mezzanine*, ali ne na način kako to stoji u predstečajnoj nagodbi. Naime ovlaštena je uprava i nadzorni odbor stečajnog dužnika da po zahtjevu vjerovnika za unos tražbine utvrđene u predstečajnom postupku putem neovisnog revizora ili sudskog procjenitelja sukladno s odredbom čl. 185. ZTD-a ponovno procjeni vrijednost vjerovnikove tražbine koja se unosi u temeljni kapital. Dakle, VTS potvrđuje legitimnost odluke o povećanju temeljnoga kapitala koje će se možda provesti za šest godina i to u nepoznatom novčanom iznosu, i koje se drukčije određuje planom restrukturiranja i odlukom skupštine o povećanju temeljnoga kapitala. Korištenjem izvanregulatornih instituta kao što je hibridni institut *mezzanine* dug ili senior dug, prema strankama je povrijeđena zabrana arbitrnog postupanja kao jednoga od aspekata prava na pravično suđenje.<sup>90</sup> S druge strane, u odluci VTS-a broj: Pž-1363/2014 od 26. veljače 2014. godine

88 Kada je, npr. planom restrukturiranja predloženo pretvaranje tražbine kreditne institucije u temeljni kapital iz čl. 53. st. 1. SZ-a, kreditna institucija dužna je zatražiti prethodnu suglasnost Hrvatske narodne banke za pretvaranje tražbina kreditne institucije u temeljni kapital dužnika u predstečajnom postupku.

89 Rješenje o potvrdi predstečajne nagodbe Trgovačkog suda u Osijeku, St-461/2019 od 30. listopada 2020. godine.

90 Marija Lovrić, „Pravo na pristup sudu kao esencija vladavine prava“, *Financije i pravo* 7, br. 1 (2019): 37- 38.

navodi se kako odobrena predstečajna nagodba nema snagu ovršne isprave jer iz nje nije vidljiv predmet, vrsta, opseg i vrijeme ispunjenja obveze koja se sastoji u pretvaranju tražbine u temeljni kapital, niti iz nje proizlazi mogućnost ostvarivanja te tražbine bez suglasnosti trećih osoba.<sup>91</sup> Navodi se i kako vjerovniku nije omogućeno prisilno ostvarivanje prava na upis povećanja temeljnoga kapitala, već je realizacija upisa na volji dioničara.

Konačno, u nekim daljnjim istraživanjima mogu se razmatrati i pravni aspekti mogućih povreda gospodarskih prava dijela vjerovnika kao sudionika predstečajnog postupka. S obzirom na opsežnost problematike u ovom se radu neće detaljnije ulaziti u analizu pravnih aspekata povreda prava pojedinih sudionika predstečajnog postupka, kao ni u analizu uočenih ograničenosti mehanizama zaštite povrijeđenih prava svih vjerovnika, uključujući i ugrožene skupine (manjinski vjerovnici).<sup>92</sup> U teleološkom smislu, ostavlja se dojam da postavljeni cilj zakonodavca osigurati pristup učinkovitim modelima restrukturiranja održivim dužnicima u predstečajnom postupku opravdava moguće povrede prava određenih skupina sudionika predstečajnoga postupka, što može biti izvor prijedora.

## 5. ZAKLJUČNO

*Mezzanine* dug se posljednjih godina u hrvatskom pravnom sustavu nerijetko javlja kao model pokušaja sanacije posrnutih trgovačkih društava u predstečajnim postupcima. Riječ je o hibridnom obliku kapitalnoga zaduženja bilančano pozicioniranog između senior duga i vlasničkoga kapitala koji ima obilježje duga i kapitala. Jedan od mogućih načina restrukturiranja dužnika jest pretvaranje tražbina vjerovnika u poslovne udjele u društvu dužniku. Međutim, ne nailazi se na opravdanje primjene modela *mezzanine* duga u sanaciji stečajnog dužnika kroz tražbine vjerovnika koji nisu financijske (kreditne) institucije, pogotovo fondovi. Stečajne bi se dužnike, umjesto manje izazovnoga prisilnog modela *debt/equity swapa* moglo uputiti da izazove procesa restrukturiranja (uključujući i izazove sposobnosti menadžmenta) provedu na osnovi legitimnih modela financiranja (npr. zaduženjem kod *equity* fondova usmjerenih za financiranje društava u financijskim poteškoćama) ili pretvaranjem tražbine u poslovne udjele kroz plan restrukturiranja, čime bi vjerovnici izravno mogli pridonijeti oporavku dužnika i rasteretiti upravljačku strukturu koja se nije pokazala uspješnom. Dakle, može se zaključiti kako je trenutačna praktična primjena *mezzanine* duga u predstečajnim postupcima u opisanim slučajevima u najmanju ruku pravno dvojbeno te se sugerira oprez pri primjeni ovog instrumenta u predstečajnim postupcima *pro futuro*. Konačno, upozorava se na potrebu razmatranja novih regulatornih rješenja koja se odnose na procese pretvaranja tražbine u poslovni udjel, na što je pravna doktrina upozoravala i ranije.

91 Odluka Visokog trgovačkog suda Republike Hrvatske, Pž-1363/2014 od 26. veljače 2014. Odluka sadržana u knjizi Vladimir Treščec i Darko Vrljić, *Novi Stečajni zakon* (Zagreb: Vizura, 2015.), 723.

92 U tom bi, naime smislu uputno bilo provesti detaljnu analizu područja stečajnog prava, građanskog prava, ustavnog prava i građanskoga postupovnog prava.

## LITERATURA

### Knjige i članci:

1. Barbić, Jakša. *Pravo društava, Društva kapitala, Društvo s ograničenom odgovornošću, društvo za uzajamno osiguranje, kreditna unija. 5. izmijenjeno i dopunjeno izd.* Zagreb: Organizator, 2010.
2. Benedetti, Lorenzo. „The Position of Shareholders in the Restructuring Proceedings of Distressed Companies: From a Shareholders’ Veto Power to Their Duty to Enforce (Aufopferungs Or Duldungspflicht) a Restructuring Plan“. *International Insolvency Review* 20, br. 3 (2020): 322-345.
3. Bodul, Dejan. „Uz nacrt Stečajnog zakona: treba li onemogućiti pripajanje trgovačkim društvima koji su na ‘pragu stečaja’?“ *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci* 43, br. 3 (2022): 915-933.
4. Brooks, Rory H. „Theory and Practice of Mezzanine Financing“. *International Business Lawyer* 18, br. 10 (1990): 445-448.
5. Czajkowska, Agnieszka. „Mezzanine as an Alternative Form of Corporate Financing“. U: *VIIIth International Conference on Applied Economics, Contemporary Issues in Economy under the title Market or Government?*, ed. Adam P. Balcerzak, 2-13. Torun: Institute of Economic Research and Polish Economic Society Branch in Torun, 2015.
6. Čolović, Vladimir. „Restrukturiranje dužnika“. *Godišnjak Fakulteta pravnih nauka* 8, br. 8 (2018): 5-20.
7. Čulinović Herc, Edita, Mihaela Braut Filipović i Suzana Audić Vuletić. „Novo pravno uređenje *private equity* i *venture capital* fondova i otvorena pitanja“. *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci* 38, br. 1 (2017): 51-89.
8. Dika, Mihajlo. „O ustavnosti pravnog uređenja instituta predstečajne nagodbe“. U: *Hrvatsko insolventijsko pravo*, ur. Jakša Barbić, 51-68. Zagreb: Hrvatska akademija znanosti i umjetnosti, 2014.
9. Derenčinović Ruk, Morana. „*Private equity* fondovi i hrvatsko iskustvo“. *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu* 70, br. 6 (2020): 783-824.
10. Derenčinović Ruk, Morana. „Restrukturiranje društava u poteškoćama i tržište kapitala - vrste i upravljanje sukobom interesa“. *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci* 39, br. 4 (Posebni broj) (2018): 1655-1683.
11. Diffring, Philipp. *Umwandlung von Forderungen zur Sanierung von Kapitalgesellschaften, Gestaltungen und Privilegierungen im Steuer - und Wirtschaftsrecht*. Berlin: Lit Verlag, 2012.
12. Garašić, Jasnica. „Najznačajne novine Stečajnog zakona iz 2015. godine“. *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci* 38, br. 1 (2017): 131-186.
13. Garašić, Jasnica. „Stečajni plan nakon Izmjena i dopuna Stečajnog zakona 2012. godine“. U: *Djelotvorna pravna zaštita u pravičnom postupku, Izazovi pravosudnih transformacija na jugu Europe*, *Zbornik radova u čast 70. rođendana prof. dr. sc. Mihajla Dike*, ur. Alan Uzelac, Jasnica Garašić i Aleksandra Maganić, 469-490. Zagreb: Pravni fakultet Sveučilišta u Zagrebu, 2013.
14. Giunio, Miljenko. „Financijsko poslovanje i predstečajna nagodba“. U: *Zbornik 51. susreta pravnika, Hrvatski savez udruga pravnika u gospodarstvu*, ur. Jakša Barbić, 159-213. Opatija: Sveučilišna tiskara Zagreb, 2013.
15. Giurca Vasilescu, Laura. „Financing Gaps for SME’s and the Mezzanine Capital“. *Ekonomika istraživanja* 23, br. 3 (2010): 57-67.
16. Giurca Vasilescu, Laura. „Mezzanine Debt: Benefits or Drawbacks for Firm’s Financing?“. *Revista Tinerilor Economisti (The Young Economists Journal)* 1, br. 12 (2009): 14-21.

17. Jozipović, Šime i Anton Jukić. „Preoblikovanje tražbina vjerovnika u udjele u dužniku-usporednopravna obilježja i ustavnopravna pitanja zaštite prava manjinskih vjerovnika u postupku predstečajne nagodbe“. *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu* 65, br. 3-4 (2015): 505-535.
18. Lovrić, Marija. „Pravo na pristup sudu kao esencija vladavine prava“. *Financije i pravo* 7, br. 1 (2019): 31-63.
19. Maganić, Aleksandra. „Pravna sredstva protiv predstečajne nagodbe“. *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu* 65, br. 3-4 (2015): 409-437.
20. Meyer-Lowy, Bernd, Carl Pickerill i Florian Bruder. „Landmark German Bankruptcy Reform Law Creates Opportunities for Stakeholders“. *Banking Law Journal* 129, br. 6 (2012): 548-554.
21. Miladin, Petar. „Pravni položaj zalogoprimca poslovnih udjela u društvu s ograničenom odgovornošću“. *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu* 58, br. 1-2 (2008): 509-536.
22. Njis, Luc. *Mezzanine Financing, Tools, Applications and Total Performance*. West Sussex: Wiley Finance, 2014.
23. Nižić-Peroš, Jadranka. „Posljedice primjene Zakona o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi“. *Oeconomica Jadertina* 10, br. 1 (2020): 131-162.
24. Pelajić, Zrinski. „Perspectives of Financing Startups in Croatia with Risk Capital“. *Journal of Accounting and Management* 12, br. 1 (2022): 23-36.
25. Precourt, Elena i Henry Oppenheimer. „Acquisitions of Bankrupt and Distressed Firms“. *International Journal of Bonds and Derivatives* 2, br. 1 (2016): 1-39.
26. Priskić, Emil i Lucija Bačić. „Stečaj u funkciji revitalizacije trgovačkog društva“. *Učenje za poduzetništvo* 2, br. 2 (2012): 357-368.
27. Sajter, Domagoj. „Procedura i praksa restrukturiranja u stečaju u Republici Hrvatskoj“. *Zbornik radova Pravnog fakulteta u Splitu* 47, br. 3 (2010): 729-744.
28. Silbernagel, Corry i Davis Vaitkunas. „Mezzanine Finance“. U: *Amendments to Mezzanine Capital Structures section. 2nd Edition*, ed. Ian Giddy, 1-12. New York: NYU Stern School of Business, Bond Capital Mezzanine Inc., 2012.
29. Šimunec, Nenad. „Unos novčane tražbine u kapital društva“. *Računovodstvo, revizija i financije* br. 5 (2017): 188-194.
30. Tetreva, Libena i Jan Svednik. „Mezzanine financing instruments comparison to the classic financing sources“. *Business, Management and Education* 16, br. 1 (2018): 133-146.
31. Treščec, Vladimir i Darko Vrljić. *Novi Stečajni zakon*. Zagreb: Vizura, 2015.
32. Živković Tomas, Ivana, Dejan Bodul i Saša Živković. „Novosti i problemi u provedbi stečajnog zakonodavstva u Republici Hrvatskoj“. *Ekonomski preglad* 64, br. 4 (2014): 318-351.

#### *Pravni propisi:*

1. *Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen*, od 7. prosinca 2011., BGBl I S. 2582/2011.
2. *Insolvenzordnung*, od 5. listopada 1994, BGBl. I S. 2866/1994, s posljednjim izmjenama od 20. srpnja 2022., BGBl I.S. 1166/2022.
3. Stečajni zakon, Narodne novine, br. 71/15., 104/17., 36/22.
4. Ustav Republike Hrvatske, Narodne novine, br. 56/90., 135/97., 08/98., 113/00., 124/00., 28/01., 41/01., 55/01., 76/10., 85/10., 05/14.
5. Zakon o alternativnim investicijskom fondovima, Narodne novine, br. 21/18., 126/19., 110/21.
6. Zakon o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi, Narodne novine, br. 108/12., 144/12., 81/13., 112/13., 71/15., 78/15., 114/22.
7. Zakon o kreditnim institucijama, Narodne novine, br. 159/13., 19/15., 102/15., 15/18., 70/19., 47/20., 146/20., 151/22.

8. Zakon o obveznim odnosima, Narodne novine, br. 35/05., 41/08., 125/11., 78/15., 29/18., 126/21., 114/22., 156/22.
9. Zakon o otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom, Narodne novine, br. 44/16., 126/19., 110/21., 76/22.
10. Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine, br. 111/93., 34/99., 121/99., 52/00., 118/03., 107/07., 146/08., 137/09., 125/11., 152/11., 111/12., 68/13., 110/15., 40/19., 34/22., 114/22., 18/23.
11. Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine, br. 65/18., 17/20., 83/21.

*Sudska praksa:*

1. Trgovački sud u Osijeku, St-461/2019 od 30. listopada 2020.
2. Visoki trgovački sud Republike Hrvatske, Pž-1363/2014 od 26. veljače 2014.

*Mrežni izvori:*

1. *Agrokor izvanredna uprava*. Pristup 16. ožujka 2023. <https://nagodba.agrokor.hr>
2. *Bundesgesetzblatt.de*. Pristup 16. ožujka 2023. [https://www.bundesgerichtshof.de/SharedDocs/Downloads/DE/Bibliothek/Gesetzesmaterialien/17\\_wp/Esug/bgbl.pdf;jsessionid=5AB6312FE1D088D59597F4D26ADC0E5E.internet002?\\_\\_blob=publicationFile&v=1](https://www.bundesgerichtshof.de/SharedDocs/Downloads/DE/Bibliothek/Gesetzesmaterialien/17_wp/Esug/bgbl.pdf;jsessionid=5AB6312FE1D088D59597F4D26ADC0E5E.internet002?__blob=publicationFile&v=1)
3. *Bundesministerium der Justiz*. Pristup 14. ožujka 2023. <https://www.gesetze-im-internet.de/insol/>
4. *Dalekovod d.d.* Pristup 16. ožujka 2023. <https://www.dalekovod.hr/EasyEdit/UserFiles/Investitori/2022/dlkvprospektfinal.pdf>
5. *Dokumen.Tips*. Pristup 8. prosinca 2022. <https://dokumen.tips/documents/nexe-grupa-dd-naice-godinji-konsolidirani-financijski-konsolidirani-izvjetaj.html?page=1>
6. *Edoc.sabor.hr*. Pristup 8. srpnja 2023. <https://edoc.sabor.hr/Views/AktView.aspx?type=HTML&id=2027774>
7. *Hrvatska banka za obnovu i razvoj*. Pristup 11. ožujka 2023. <https://www.hbor.hr/crogip/>
8. *Hrvatska gospodarska komora*. Pristup 15. ožujka 2023. <https://www.hgk.hr/documents/kako-financirati-poslovanje-pe-i-vc-fondovimamirna-marovic5e67b05427a9f.pdf>
9. *Novi list d.d.* Pristup 16. ožujka 2023. <https://www.novolist.hr/novosti/hrvatska/bivsa-pulska-uljanik-plovidba-na-sudu-zakljucila-predstečajnu-nagodbu-drzava-i-banke-dali-brodaru-novu-sansu/>
10. *Portal 7dnevno*. Pristup 16. ožujka 2023. <https://www.7dnevno.hr/nekategorizirano/kako-je-ivan-ergovic-ostao-vlasnik-nexe-grupe-kad-je-u-predstečaju-utvrđeno-dugovanje-od-skoro-3-milijarde-kuna/>
11. *Portal Net.hr*. Pristup 16. ožujka 2023. <https://net.hr/danas/hrvatska/todoric-progovorio-o-muljazi-teskoj-100-milijuna-eura-te-besmislice-dolaze-iz-radionice-lazi-ante-ramljaka-i-martine-dalic-5902816c-b1c2-11eb-a5e6-0242ac13004c>
12. *Portal Rijeka hr*. Pristup 16. ožujka 2023. <https://www.rijeka.hr/wp-content/uploads/2016/12/Prijedlog-odluke-o-pretvaranju-potraživanja-u-poslovni-udjel-u-temeljnem-kapitalu-trgovačkog-društva-KANAL-RI-d.o.o..pdf>
13. *Vlada Republike Hrvatske*. Pristup 5. srpnja 2023. <https://vlada.gov.hr/sjednice/87-sjednica-vlade-republike-hrvatske-33471/33471>

**Vedrana Švedl Blažeka\***

Summary

## **DEBT/EQUITY SWAP IN PRE-BANCRUPCY SETTLEMENT USING THE MEZZANINE DEBT**

At first glance, mezzanine debt should be classified as an economic area of research. However, in recent years, this instrument has often appeared in the Croatian legal system as a model of attempts to rehabilitate failed companies in pre-bankruptcy proceedings. Domestic legal doctrine has so far not devoted itself to the instrument of mezzanine debt, even though the very fact of the application of conceptually questionable (e.g. senior debt) and regulatory unknown recovery mechanisms of debtor companies in pre-bankruptcy proceedings indicates the existence of a need for a more detailed analysis of this issue. The main observed dispute relates to cases of conversion of mezzanine debt of creditors who are not credit institutions or funds authorized for lending into a business share of the debtor's company. The aim of this paper is to analyze the position of mezzanine debt in domestic legal transactions and to analyze it as a mechanism for settling creditors in pre-bankruptcy proceedings, as well as the justification of the consequent conversion of the claim into a business share without the creditor's consent. An attempt will also be made to answer the question, whether it is a legitimate legal means of creditor settlement or an anomaly whose practical application should be reconsidered. The paper will present the conclusions about the institute of mezzanine debt in relation to the observed controversies and point out the necessary caution when implementing this instrument in pre-bankruptcy procedures *pro futuro*.

**Keywords:** *shares; mezzanine; pre-bankruptcy settlement; debt/equity swap.*

---

\* Vedrana Švedl Blažeka, Univ. mag. iur., Lawyer at Law Firm Željko Švedl and Vedrana Švedl Blažeka, Ph.D. Candidate at J. J. Strossmayer University of Osijek, Faculty of Law Osijek; vedrana.svedl@gmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-9452-5777>.