

О ПРИБЛИЖАВАЊУ КОДЕКСА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА ЗАКОНСКОЈ РЕГУЛАТИВИ

Вук Радовић

Универзитет у Београду, Правни факултет, Београд, Србија
vuk@ius.bg.ac.rs

Апстракт

Кодекси корпоративног управљања настали су као инструмент саморегулације, чија је примена зависила искључиво од воље друштава. У овом чланку аутор показује како се временом мењао однос законодавца према њима, и то прво законским препознавањем кодекса корпоративног управљања, затим увођењем обавезе његове примене од стране сваког јавног акционарског друштва, као и обавезе објављивања образложења за свако одступање од препорука садржаних у њему. На овај начин су се кодекси удаљили од своје изворно саморегулаторне природе и више или мање приближили државној регулацији. У перспективи се очекују даље законске интервенције у правцу јачања обавезности примене кодекса корпоративног управљања, на које ни Србија неће остати имуна.

Кључне речи: корпоративно управљање, акционарско друштво, „примени или објасни” правила, меко право, Закон о привредним друштвима.

CORPORATE GOVERNANCE CODES: LEANING TOWARD LEGAL REGULATION

Abstract

Corporate governance codes have been developed as an instrument of self-regulation, and its implementation was based on the premise that companies will voluntarily adhere to the code (principle of voluntary implementation). In this article, the author is showing how the legislator has changed over time the attitude towards them, mostly by recognizing corporate governance codes in the law, by introducing the obligation of its application by every public corporation, as well as the obligation to explain every deviation from the "comply or explain" rules contained in the code. With these developments the codes have shifted away from their original self-regulatory and non-statutory nature, and became more or less close to state regulation. In the future, legal interventions in the field of developing stronger enforcement instruments of corporate governance codes are expected, and Serbia will not stay immune to these changes.

Key words: corporate governance, corporation, "comply or explain" rules, soft law, Law on business organizations.

*КОДЕКСИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА
КАО ИНСТРУМЕНТ РЕГУЛАЦИЈЕ ИЗМЕЂУ
ЗАКОНСКЕ РЕГУЛАТИВЕ И САМОРЕГУЛАТИВЕ*

Готово све европске, а и велики број ваневропских држава, у претходне две деценије усвојиле су и објавиле барем један кодекс корпоративног управљања. Кодекси су своје утемељење нашли у свим државама, без обзира на карактеристике правног система (на пример, припадност англосаксонској, континентално-европској или шеријатској правној традицији), политичке, културне и економске вредности које усвајају (на пример, демократски и аутократски режими), форме привредних субјеката које познају (на пример, од јавних предузећа, преко класичних привредних друштава, до породичних друштава), доминантну структуру акционарства (државе са дисперзованим и концентрисаним акционарством) итд. (Mallin, 2010, p. 25). То, заправо, значи да у свакој држави постоји потреба за унапређењем правног оквира корпоративног управљања, коришћењем неких флексибилнијих и привредним субјектима прилагодљивијих механизма у односу на класичну законску регулативу.

Неспорно је да закони представљају оквир унутар кога се развија добра пракса корпоративног управљања (Wymeersch, 2007, p. 14). Штавише, традиционално се ова материја уређивала само нормама компанијског права и права тржишта капитала (Hopt, 2013, p. 16). Осим њих, свако акционарско друштво својим интерним актима (на пример, оснивачким актом, статутом, правилником о раду одбора директора итд.) конкретизује и прилагођава законска решења својим потребама и специфичним карактеристикама (Wymeersch, 2006a, pp. 1–2). Саморегулатива друштва може се испољити у областима које су уређене диспозитивним законским нормама („овлашћујућим нормама”)¹ или које нису покривене законима (правне празнине). У случају да је одређено питање уређено диспозитивном законском нормом, интерним актима друштво од тог правила може да одступи, и то на начин предвиђен законом. Када је реч о темама корпоративног управљања које представљају правну празнину, друштва имају потпуну слободу да то питање уреде на начин који је највише у складу са њиховим интересима, поштујући притом основна законска начела. Према томе, корпоративно управљање у одређеном друштву дефинисано је законским и аутономним (интерним) правилима. Комбинација регулативе и саморегулативе је у области корпоративног управљања постала општеприхваћени упоредноправни стандард.

¹ О односу (балансу) диспозитивних и императивних законских норми у праву акционарских друштава, са посебним нагласком на улогу судија, више видети у: Coffee, 1989, pp. 1618–1691.

Осим у почетним фазама развоја компанијског права, када су правила о управљању друштвима била ексклузивно дефинисана актом којим су та друштва оснивана, слобода предузетништва је довела до развоја компанијског законодавства које поставља оквире и смернице, остављајући друштвима велики простор за саморегулативу.² Модерно компанијско право променило је карактер своје регулативе, која уместо доминантно наређујуће (императивне),³ све више постаје овлашћујућа (диспозитивна), чиме се акценат ставља на слободу избора (Васиљевић, 2013, стр. 17). Због тога се може рећи да се развој добре праксе корпоративног управљања великим делом ослањао на квалитет саморегулативе.⁴

Временом су стандарде корпоративног управљања утврђене законима почеле да дижу берзе, и то прописивањем посебних услова за котацију како би обезбедиле одговарајући квалитет хартија од вредности којима се тргује на њиховом тржишту, а ради заштите улагача и јачања поверења у трговину хартијама од вредности (уп. Јовановић, 2009, стр. 44–48). Берзанска саморегулатива је представљала допуну законских прописа, а примењивала се само на котирана друштва.

Велики корпоративни скандали последњих деценија указали су на врло хитну потребу за реформом корпоративног управљања. Тако се као основно поставило питање на који начин вршити реформе – да ли нагласак ставити на промену законских прописа или неким другим правним механизмима подићи квалитет саморегулативе? Заправо, све се свело на дилему између „тврдог” и „меког” права (енгл. *hard law vs. soft law*).⁵ Утицај на корпоративно управљање преко „тврдог (строгог) права” подразумева промену правнообавезујућих прописа, док се утицај преко „меког (благог) права” испољава у виду бројних квазиправних инструмената који немају правнообавезујућу снагу.⁶

² Основна карактеристика саморегулативе је потпуно одсуство државне интервенције, где група појединаца или нека институција самостално и без икаквог утицаја државе регулише сопствене активности и надзор над њиховим вршењем (Санкар, 2005, р. 289).

³ О значају императивних законских правила у материји права акционарских друштава више видети у: Gordon, 1989, pp. 1549–1598.

⁴ О потреби успостављања равнотеже и нејасној граници између законске регулативе и саморегулативе више видети у: Wymeersch, 2007, р. 16.

⁵ О односу „тврдог” и „меког” права више видети у: Јованић, 2014, стр. 195–200.

⁶ „Меко” право се као појам првобитно развио у оквирима међународног јавног права, где има статус формалног извора права (више видети у: Крећа, 2008, стр. 101–103). Међутим, последњих деценија се у различитим појавним облицима он развија и у оквирима приватног права. О генези „меког” права више видети у: Robilant, 2006, pp. 499–554.

У теорији се указује да испуњеност три критеријума оправдава уређивање одређене материје инструментима „меког права”: прво, да одређена активност изазива неуспех тржишта, нарочито због екстерних (нуз)ефеката и информационе асиметрије; друго, да су инструменти „тврдог” права неадекватни или претерано скупи за отклањање негативних ефеката на тржишту; и, треће, да је саморегулација бољи и јефтинији начин решавања проблема од класичне државне регулације (Ogus, 1999, p. 97). Након великих корпоративних скандала почетком 2000-их година, САД и Европска унија су у одговору на поменути дилему кренуле различитим путевима.

САД су се определиле за законску императивну регулативу многих области корпоративног управљања, у том смислу што су правила постајала детаљнија и свеобухватнија. Уместо кодексима, САД су корпоративно управљање реформисале усвајањем Сарбејнс–Окслијевог закона 2002. године и Правила корпоративног управљања Њујоршке берзе 2003. године. Ослањање на инструменте „тврдог” права за последицу је имало сужавање домена саморегулације.⁸ Овај приступ је у теорији познат под синтагмом „једна величина одговара свима” (енгл. *one size fits all*), јер се иста правила примењују на сва друштва, без обзира на бројне разлике које међу њима постоје. Основне предности оваквог приступа су правна извесност, једноставност и лакоћа остваривања надзора, док су основне мане недостатак флексибилности и стварање великих трошкова за мала и средња предузећа.⁹

Европска унија се под очигледним утицајем Велике Британије одлучила за другачији пут: ослањање на механизме и инструменте „меког” права. Идеја је била да се путем неких флексибилнијих инструмената утиче на унапређење праксе корпоративног управљања. У том погледу је основно питање било: Како обезбедити примену неких правила, а да то закон не тражи? Основна карактеристика „меког” права је да оно не почива на обавезујућим правилима и систему формалноправних санкција, те се у теоријском смислу и не може назвати делом државноправног поретка (више видети у: Јованић, 2014, стр. 198). Ипак, искључиво ослањање на то да ће привредни субјекти сами добровољно прихватати стандарде добре праксе није било довољно. Било је потребно смислити неки посебан модалитет „меког” права који би задржао слободу друштава као руководећи принцип, уз истовремено увођење обавезе извештавања јавности. Чињеница да друштва и даље имају слободу да примењују правила корпоративног

⁷ До тада је амерички систем корпоративног управљања служио као узор европским законодавцима (више видети у: Dallas & Scott, 2006, pp. 141–143).

⁸ За критику, пре свих, в.: Romano, 2005, pp. 1521–1611; Ribstein, 2005, pp. 365–382.

⁹ О предностима и недостацима законског приступа више вид.: Nedelchev, 2013, pp. 77–78.

управљања која сматрају да су њима највише прилагођена значи да се и даље налазимо на терену аутономне регулативе (саморегулативе). Међутим, обавеза извештавања о корпоративном управљању излази ван оквира саморегулативе. Ако друштва морају да „положе рачун јавности” због неких одлука које су аутономно донела, више не може бити речи о потпуној и неограниченој слободи да се у законским оквирима кроји сопствени систем корпоративног управљања. Очигледно је да се на овај начин клатно из сфере саморегулативе лангано помера у правцу законске регулативе.

ТРАДИЦИОНАЛНИ И МОДЕРНИ НАЧИНИ ПРИМЕНЕ КОДЕКСА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

Доброволност и ослањање искључиво на тржишне механизме

Са логиком формалноправног останка на позицијама саморегулације, а суштинског померања у правцу законске регулације, почетком 90-их година прошлог века почели су да се усвајају кодекси корпоративног управљања. Они су представљали систематизован, кохерентан и логички усклађен скуп правила најбоље праксе корпоративног управљања, чија се примена препоручивала привредним субјектима. Први кодекси, настали у САД, а касније и многи кодекси у Европи, у потпуности су инкорпорисали принцип добровољности, што значи да су желели да се наметну привредним субјектима снагом и логиком својих решења. Како њих није пратила никаква обавеза, одлука о примени тих правила била је одлука само друштва, при чему оно није морало никоме да објашњава разлоге због којих је прихватило или није прихватило сва или нека решења кодекса. Осим правне необавезности, ови кодекси нису имали никакво законско упориште. Они су се првенствено ослањали на тржишне силе (в.: Wymeersch, 2006б, pp. 114 и 117; Kort, 2008, p. 410). Очекивало се да ће тржиште да „казни” оне који не примењују, односно „награди” оне који примењују правила кодекса.¹⁰

Наравно, и поред правне необавезности, ови кодекси нису били без икаквог правног значаја. Познато је да правни систем има тенденцију да апсорбује инструменте „меког” права, а то неспорно обухвата и кодекс корпоративног управљања, кад год то право дозвољава (Wymeersch, 2006б, pp. 118–119). У теорији се пуно расправљало о томе у којим ситуацијама судови могу приликом доношења од-

¹⁰ Домаћи инвеститори у земљама у транзицији, нажалост, не придају велики значај примени кодекса корпоративног управљања (више видети у: Cankar, 2005, pp. 300–301).

лука да узму у обзир решења садржана у националним кодексима, позивајући се на те одредбе као уобичајену и општеприхваћену праксу корпоративног управљања. У принципу, то је увек могуће приликом тумачења правних стандарда. Због тога се у системима у којима важи искључиво принцип добровољности у материји примене кодекса често анализирају правни стандарди преко којих препоруке добре праксе корпоративног управљања и у формалном смислу могу постати део правног система (тзв. места уласка). У том смислу се посебно издвајају одредбе о грађанској одговорности, дужностима чланова управе, уговорној одговорности (нарочито ако се друштво уговором обавезало да ће поштовати правила кодекса), тржишној манипулацији, објављивању тржишно осетљивих информација и сл. (више видети у: Wymeersch, 2006б, pp. 118–123).

*Добровољност модификована обавезом објављивања –
„примени или објасни” концепт*

Насупрот кодексима заснованим искључиво на принципима добровољности, године 1992. се у Великој Британији усваја Кедберијев кодекс, који је извршио несагледив утицај на корпоративно управљање у светским размерама.¹¹ Осим конкретних решења, по којима ће остати и до данас препознатљив, овај кодекс је осмислио једну посебну врсту правила, под називом „примени или објасни” правила (енгл. *comply or explain rules*) или, једноставније, препоруке (више видети у: Радовић, 2015, стр. 23–44). Као што и сам назив каже, ова правила састоје се из два дела: „примени” и „објасни”. Друштво има право избора између две опције: да примени одређену препоруку или да је не примени. У случају непримене препоруке, друштво је дужно да адекватно образложи због чега је донело такву одлуку и да то образложење објави. Према томе, ова правила би се најпотпуније могла назвати „примени или не примени, објасни и објави” правила. Ова правила нису угушила слободу друштава да сама дефинишу сопствени систем корпоративног управљања, због чега се и може констатовати да саморегулација остаје руководећи принцип у сфери прилагођавања законских решења потребама конкретног друштва. Обавеза објављивања образложења у случају непримене неке препоруке представља оригинални концепт који уводи елементе принуде у област аутономне регулације, али ограничено само на област информисања.

¹¹ О интернационалном утицају Кедберијевог кодекса више видети у: Cheffins, 2000. О разлозима за ширење идеја садржаних у овом кодексу више видети у: Jordan, 2013, pp. 4–5.

Основно је питање било како обезбедити примену препорука, односно како принудити друштва да адекватно информишу јавност у случају одступања од „примени или објасни” правила. У одговору на ово питање, грубо говорећи, развила су се два приступа: британски и немачки.¹²

Британски приступ – везивање за услове за котацију (више видети у: Мооге, 2013, рр. 916–918; Wymeersch, 2006б, рр. 131–132). Британски приступ подразумева да је имплементација препорука превасходно у рукама ефектних берзи. Уосталом, и сам Кедберијев кодекс је у уводном делу нагласио да Лондонска берза намерава да уведе обавезу за сва котирана друштва регистрована у Великој Британији да континуирано извештавају јавност о усклађености са Кодексом, уз давање разлога у случају одступања. Овај захтев је убрзо и постао саставни део Правила о котацији које је усвојила Лондонска берза. Након реформе права тржишта капитала ЕУ, којом доношење правила о котацији, као и њихово спровођење, са берзи прелази на посебна национална регулаторна тела за котацију, извршење препорука садржаних у кодексу је у Великој Британији 2000. године поверено *Financial Services Authority* (FSA), да би њу 2013. године наследио *Financial Conduct Authority* (FCA). До данас су ова тела вршила само формалну проверу примене, док је суштинско вредновање било препуштено акционарима и тржишту (Wymeersch, 2006б, р. 132). Дакле, према британском приступу, примена кодекса корпоративног управљања је услов за пријем на котацију на одређеним берзанским тржиштима, а у случају да друштво накнадно не испуњава ову обавезу, прети му санкција искључења са котације (енгл. *delisting*).¹³ Чак ни у формалном смислу, оваква се регулатива не може назвати саморегулативом, и то не само због чињенице да примену кодекса, тј. испуњеност услова за котацију спроводи независно регулаторно тело, већ и због околности да друштво које жели да постане или остане јавно нема потпуну слободу у погледу система корпоративног управљања. Слобода постоји само за нејавна друштва (Норт, 2013, р. 21).

Немачки приступ – годишња изјава о корпоративном управљању. Немачка је прва европска држава у којој је „примени или објасни” концепт и формалноправно постао део законске регулативе, и

¹² Осим ова два приступа, многе земље су у првим годинама након настанка концепта „примени или објасни” исти прихватили, али су његову примену везали искључиво за принцип добровољности.

¹³ До данас регулаторна тела нису користила ова овлашћења иако постоји више случајева непоштовања обавезе примене кодекса (Мооге, р. 917). Оваква пракса правда се непрактичношћу санкције, која може проузроковати штету невиним акционарима (Wymeersch, 2006б, р. 131; М. Kort, р. 412).

то тако што је уведена обавеза за јавна друштва да га примењују. Немачка је изменама Закона о акцијама 2002. године увела обавезу управа котираних друштава да годишње објављују своју усклађеност са Немачким кодексом корпоративног управљања, односно које препоруке нису прихватили уз навођење разлога за то (Aktiengesetz, § 161). Сличан концепт су убрзо прихватиле и многе друге европске државе, попут Аустрије, Данске, Португала, Холандије и Шпаније. Ова интересантна техника озакоњења „примени или објасни” правила у суштинском смислу их смешта негде између саморегулативе и законске регулативе, а њен најбољи опис дао је професор Клаус Хопт рекавши да она представља „саморегулативу у сенци закона” (Норт, 2013, р. 21).

Из наведеног се види да „примени или објасни” концепт последњих деценија није ни био споран на нивоу Европске уније. Проблем је само био на који начин обезбедити његову примену у пракси. И Велика Британија и Немачка имале су исти циљ, само су се разликовали начини његовог остварења. Велика Британија се ослањала на регулативу права тржишта капитала, желећи да спречи улазак или останак на најбољим берзанским тржиштима друштвима која не поштују правила кодекса корпоративног управљања, док је Немачка остајала у оквирима права акционарских друштава, намећући обавезу управи да састави годишњи извештај о корпоративном управљању. Коначно је 2006. године измењена Четврта директива компанијског права, и то прихватањем нешто измењеног немачког приступа (Directive 2006/46/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 amending Council Directives 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings, чл. 46а). Истоветна правила су 2013. године постала саставни део обједињене рачуноводствене директиве (Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on the annual financial statements, consolidated financial statements and related reports of certain types of undertakings, amending Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC, чл. 20).

ПОГЛЕД НА СРБИЈУ

У Србији се до 2004. године о материји корпоративног управљања готово ништа није знало. Сматрало се да је ова тематика уређена правилима компанијског законодавства и интерним актима друштава. Кодекси нису били законски препознати, а у пракси друштва

нису састављала своје кодексе, нити су постојали кодекси неких институција које су они могли да примењују. Према томе, корпоративно управљање било је уређено комбинацијом законске регулативе и саморегулативе изражене у виду интерних аката друштва.

Упоредноправне тенденције писања кодекса корпоративног управљања нису заобишле ни Србију. Усвајањем Закона о привредним друштвима 2004. године је први пут у наше законодавство уведен појам кодекса, и то тако што је управном одбору котираног акционарског друштва дато право да донесе писани кодекс понашања или да прихвати неки други кодекс (Закон о привредним друштвима, 2004, чл. 318). Усвајање сопственог или прихватање туђег кодекса била је опција за управни одбор, што значи да је корпоративно управљање котираног акционарског друштва и даље могло да буде засновано на комбинацији законских правила и решења у интерним актима друштва.¹⁴ Међутим, ако се друштво одлучи за усвајање или прихватање кодекса, онда је закон наметао две обавезе: прво, прописана је била минимална садржина кодекса и, друго, управни одбор је на свакој годишњој скупштинској седници био у обавези да извести акционаре о усклађености друштва са кодексом понашања, као и да објасни сваку неусклађеност.¹⁵ Очигледно је било да је решење законодавца било инспирисано немачким правом, од кога се одступило у више правца. Ако се приказано решење сагледа целовито, уочава се недостатак унутрашње логике. Законодавац полази од потпуне добровољности примене кодекса, што значи да је реч о опционом инструменту уређивања материје корпоративног управљања. Али, ако друштво примени неки кодекс, онда се примењују правила која се више не могу објаснити само концептом саморегулације.

Важећи Закон о привредним друштвима из 2011. године значајно је унапредио регулативу корпоративног управљања засновану на кодексима, усагласивши је са захтевима комунитарног права (Закон о привредним друштвима, 2011, чл. 368). Законом су јавна акционарска друштва обавезана да у оквиру годишњег извештаја о пословању саставе изјаву о примени кодекса корпоративног управљања, која треба да садржи обавештење о кодексу корпоративног управљања који се примењује, место на којем је његов текст јавно доступан, сва битна обавештења о пракси корпоративног управљања која нису изричито прописана законом, одступања од правила кодек-

¹⁴ У теорији је указано на то да овакво тумачење није у складу са системским тумачењем закона, те да се треба заложити за то да постоји обавеза, а не само право управног одбора да примени кодекс корпоративног управљања (Арсих, 2005, стр. 75–76).

¹⁵ Овим правилом је у српско право први пут уведен „примени или објасни” концепт. Уп. Арсих, 2005, стр. 77.

са, као и образложење за та одступања. У поређењу са претходним законом, могу се уочити следеће промене, које у исто време представљају унапређења законске регулативе:

- Прво, уместо „кодекс понашања”, закон користи термин „кодекс корпоративног управљања”, што је више у складу са терминологијом коришћеном у упоредном праву;¹⁶
- Друго, принцип добровољности заменио је принцип обавезности примене кодекса (Васиљевић, 2013, стр. 29), јер су сада јавна акционарска друштва у обавези да примењују кодекс корпоративног управљања;¹⁷
- Треће, претходни закон је акценат стављао на минималну садржину кодекса, док је нови закон појачао обавезу објављивања, у том смислу што је прецизирао шта је минимална садржина изјаве о примени кодекса.

Од 2004. године до данас, српски закони дозвољавају друштвима три могућности када је реч о кодексу који ће применити:

1) Друштво може да усвоји сопствени кодекс корпоративног управљања – на овај начин формулише правила која му највише одговарају;

2) Друштво може да примењује кодекс који је усвојила нека друга институција и који је као такав понуђен свим друштвима (на пример, Привредна комора Србије или Београдска берза);

3) Друштво може да примењује кодекс који је усвојило неко друго акционарско друштво (на пример, Кодекс корпоративног управљања НИС а.д. Нови Сад).

Последице примене кодекса су сличне, јер и по једном и по другом закону, друштво мора да објави информације о свим одступањима од кодекса корпоративног управљања који примењује и да их образложи. Као и Директива 2013/34/ЕУ, односно раније Директива 2006/46/ЕЗ, ни наши закони не прецизирају шта се тачно објављује у случају одступања од решења кодекса.

¹⁶ Готово сви релевантни извори „меког” права корпоративног управљања данас у свом називу користе синтагму „корпоративно управљање”. Изузетак представља италијански кодекс, који се назива Кодекс самодисциплине (итал. *Codice di Autodisciplina*).

¹⁷ На овај начин је цео систем постао логичнији, јер има смисла тражити објављивање информација о одступању од кодекса, само ако су друштва у обавези да примењују кодекс.

*ОСОБЕНА ПРАВНА ПРИРОДА КОДЕКСА КОРПОРАТИВНОГ
УПРАВЉАЊА И ЈАЧАЊЕ НОРМАТИВНИХ КАРАКТЕРИСТИКА*

Каква је правна природа кодекса корпоративног управљања? Чињеница да закони траже од јавних акционарских друштава да примењују неки кодекс не значи да он нема саморегулаторну природу. Акционарска друштва морају да имају и оснивачки акт и статут, па нико не проблематизује њихов саморегулаторни карактер. Међутим, да ли су кодекси само допуна интерних аката друштва или пак представљају допуну законских прописа? Законска обавеза да постоји кодекс који се примењује, као и обавеза друштава да извештавају јавност о примени, односно непримени појединих одредаба кодекса – указује на то да се кодекси у Србији не могу посматрати искључиво као саморегулаторни инструмент, већ као вид „меког” права које се по својој правној природи налази у „сивој зони” између закона и саморегулације. Штавише, законска правила и одредбе интерних аката друштава имају једну заједничку карактеристику – они подједнако обавезују појединачно друштво, јер акционарско друштво мора да поштује законске прописе, једнако као и свој статут. Супротно томе, друштво може да одступи од сваке препоруке кодекса, али под условом да пружи адекватно образложење зашто је донело такву одлуку. Према томе, њихова карактеристика флексибилности, која се манифестује у праву на одступање од конкретних решења, суштински се разликује од законских императивних правила и интерних правила друштва. Тако посматрано, на једној страни имамо когентне законске норме и интерне акте друштва, који чине систем обавезујућих правила за друштво, док се на другој страни налазе кодекси корпоративног управљања, који представљају други систем, комплементаран првом, а који се састоји од флексибилних правила од којих друштва могу да одступе.

Да ли флексибилност примене приближава кодексе диспозитивним законским правилима, за која такође важи принцип флексибилности? Одговор на постављено питање је негативан, јер се диспозитивна законска правила битно разликују од „примени или објасни” правила кодекса корпоративног управљања. Одступање од диспозитивног законског правила није ништа друго до коришћење једне законске могућности о којој друштво не мора никога да обавештава, нити да наводи разлоге за то. За разлику од њих, „примени или објасни” правила траже образложење за одступање, што значи да у случају прихватања другачијег решења намећу веће обавезе од диспозитивних норми. Такође, постоји још једна важна разлика између ових правила: диспозитивне норме уређују неко питање које мора бити уређено, при чему законодавац даје право друштву да га уреди на неки други начин у односу на предложени режим. Притом, закони по правилу ограничавају аутономију друштава у погледу уређења тог

питања, што значи да нема потпуне слободе (тзв. принцип законом ограничене флексибилности). Супротно томе, друштво може да не примени неку препоруку кодекса, а да притом није применило неко друго правило, другим речима, да то остане неуређена проблематика. Свим наведеним разликама треба додати и строже санкције које се примењују у случају да друштво не примени диспозитивну законску норму, од ситуације непримене неке препоруке садржане у кодексу који је друштво добровољно прихватило. Из наведеног се закључује да диспозитивне законске норме о корпоративном управљању чине један целовит систем са императивним нормама и интерним актима друштва, док су кодекси од њих одвојени, а вододелницу између ова два система представља потпуна флексибилност „примени или објасни” правила.

Чини се да су кодекси корпоративног управљања суштински најближи узансама као кодификованим добрим пословним обичајима. Уосталом, ако се кодекси схвате као скуп правила најбоље праксе у материји корпоративног управљања, садржински је овај појам сличан добрим пословним обичајима садржаним у узансама. Међутим, проблем је што се у статусној материји ретко говори о примени обичаја, јер је ова материја увек била уређена законима и интерним актима друштва. Сада се одједном појављује један нови извор који подсећа на узансе, али који ипак има мало другачију правну природу. За узансе се обично наглашава да их привредни субјекти примењују, јер су уверени да је такво понашање корисно и опортуно, тј. њих прати свест о сврсисходности примене (лат. *opinion utilitatis*) (Водинелић, 2012, стр. 109). Сличан закључак може се извести и за кодексе корпоративног управљања. Ово је утолико пре тачније за српско право, где акционарска друштва могу да бирају кодекс који ће примењивати.

Примена узанси према Закону о облигационим односима у основи зависи од тога да ли је то питање уређено диспозитивном законском нормом. Ако је одговор позитиван, онда се обичај примењује само ако су странке изричито уговориле његову примену, док се у случају негативног одговора обичај примењује ако су странке уговориле његову примену или ако примена обичаја произлази из околности случаја (Закон о облигационим односима, 1978, чл. 21 и 1107). Из наведеног се види да постоје два правна основа за примену узанси: изричито уговарање њихове примене или када околности конкретног случаја упућују на примену. Очито је да у овом домену постоји сличност узанси и кодекса, јер према нашим прописима кодекс који ће се примењивати зависи од воље друштва, што је пандан уговарању примене узанси.

Но, и поред многих сличности, постоји неколико крупних разлика између узанси и кодекса. Прво, кодекси по правилу садрже

најбољу праксу у домену корпоративног управљања. Они инкорпоришу циљне вредности – вредности које треба досегнути, а, по правилу, то ће бити пракса најбољих и највећих друштава (тзв. елитистички приступ). За разлику од реченог, узансе се састоје од правила која представљају устаљен начин понашања привредних субјеката, нешто што је уобичајено и што се примењује у највећем броју случајева (тзв. упросечени приступ). Друго, премда привредни субјекти могу одступити и од узанси и од препорука садржаних у кодексима, начин одступања је различит. Од узанси се одступа уговарањем другачијег правила, док одступање од препорука тражи пружање адекватног образложења. Треће, различите су правне последице непоштовања узанси, односно препорука. Када је реч о непоштовању узанси, постоји очигледна сличност са непоштовањем законских норми, с том разликом што последице никада нису казненоправне, већ искључиво имовинске. Како обезбедити примену кодекса корпоративног управљања тренутно је једна од најактуелнијих тема у развијеним земљама, што значи да последице непоштовања препорука још увек нису добиле јасно правно уобличење. Четврто, узансе су писане са идејом да покрију једну привредну област, а тиме и све привредне субјекте који унутар ње послују. То значи да у једној области постоје само једне узансе. Супротно томе, српско право привредних друштава прихватило је плуралитет кодекса као принцип, што значи да може постојати пуно кодекса корпоративног управљања, а друштво бира који ће примењивати. Такође, друштво може сачинити и сопствени кодекс, што је незамисливо у сфери обичаја.

Из свега наведеног може се закључити да кодекси корпоративног управљања имају *sui generis* правну природу. Не само да се они разликују од законских императивних и диспозитивних норми, обичаја (узанси) и интерних аката друштава, већ представљају потпуно одвојен извор права. Оно што представља кључну *differentia specifica* у односу на друге изворе је флексибилност примене, која се манифестује на два нивоа: на нивоу кодекса који ће се применити и на нивоу конкретних решења изабраног кодекса која друштво неће да примени.

Настали у оквирима саморегулативе, кодекси су временом почели да попримају одређене карактеристике законске регулативе. Међутим, иако се њихова природа не може објаснити искључиво саморегулацијом, сви они у већој или мањој мери садрже саморегулаторне елементе (Санкар, 2005, рр. 291–292). Законско препознавање кодекса корпоративног управљања, увођење обавезе његове примене од стране сваког јавног акционарског друштва, као и обавезе објављивања образложења за свако одступање од препорука садржаних у кодексу представљају велике кораке у правцу давања легитимитета овом виду квазирегулације, што је довело до његовог приближавања

државој регулацији.¹⁸ У последње време се воде расправе у правцу јачања обавезности примене препорука, тј. како натерати друштва да поштују „примени или објасни” правила. У том погледу се посебно инсистира на (више видети у: Böckli et al., 2014, pp. 8–12): 1) јачању подстицаја за друштва да примењују препоруке садржане у кодексима, односно да образложе зашто не желе да примене неку од препорука – на пример, у виду обавезе објављивања годишње изјаве о корпоративном управљању на интернет страници друштва и њеним достављањем бројним институцијама (више видети у: Wymeersch, 2007, pp. 17–18); 2) унапређењу система санкција; 3) укључивање приватних субјеката у начин контролисања примене кодекса (нарочито, акционара, институционалних инвеститора,¹⁹ берзи, удружења акционара, других професионалних удружења, формирање већински независних комисија за корпоративно управљање, ревизора²⁰ итд.) и 4) давање одговарајућих истражних и надзорних овлашћења субјектима приватног или јавног права. Свему наведеном треба додати да су последњих година учињени велики напори да се уреди материја начина давања образложења у случају одступања од „примени или објасни” правила. Недавно усвојена Препорука Европске комисије о квалитету извештавања о корпоративном управљању може се посматрати као европски стандард у овој области (Commission Recommendation of 9 April 2014 on the quality of corporate governance reporting (‘comply or explain’) (2014/208/EU)), на чија решења треба да се угледају и српска јавна акционарска друштва приликом састављања изјаве о примени кодекса корпоративног управљања.

ЛИТЕРАТУРА

- Арсих, З. (2005). Кодекс понашања (кодекс корпоративног управљања) [Code of Behaviour (Corporate Governance Code)]. *Право и привреда*, 5-8, 73–82.
- Böckli, P., Davies, P., Ferran, E., Ferrarini, G., Garrido, J., Hopt, K. J., Pietrancosta, A., Pistor, K., Roth, M., Skog, R., Soltysinski, S., Winter, J., Wymeersch, E. (2014). Making Corporate Governance Codes More Effective: A Response to the European Commission’s Action Plan of December 2012. Oxford Legal Studies Research Paper No. 56/2014, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=2366273> (30. 7. 2015).
- Cankar, N. (2005). Transition Economies and Corporate Governance Codes: Can Self-Regulation of Corporate Governance Really Work?. *Journal of Corporate Law Studies*, 5(2), 285–304.

¹⁸ У теорији се за законско препознавање квазирегулативе користи термин *корегулација* (Јованић, 2014, стр. 199).

¹⁹ Више о улози институционалних инвеститора у овом домену в.: Wymeersch, 2007, p. 18; Sergakis, 2013, pp. 424–430.

²⁰ О потреби јачања улоге ревизора више видети у: Sergakis, 2013, pp. 419–424.

- Cheffins, B. R. (2000). Corporate Governance Reform: Britain as an Exporter. *Corporate Governance and the Reform of Company Law*, Hume Papers on Public Policy, Vol. 8, No. 1, March 2000, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=215950> (7. 8. 2015).
- Coffee, J. C. Jr. (1989). The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role. *Columbia Law Review*, 89, 1618–1691.
- Commission Recommendation of 9 April 2014 on the quality of corporate governance reporting ('comply or explain') (2014/208/EU). Official Journal of the EU L 109. 12. 4. 2014.
- Dallas, G. S., Scott, H. S. (2006). Can One Set of Rules Fit All? Mandating Corporate Behavior. *The Corporate Governance Law Review*, 2(2), 117–144.
- Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on the annual financial statements, consolidated financial statements and related reports of certain types of undertakings, amending Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC. Official Journal of the EU L 182. 29. 6. 2013.
- Directive 2006/46/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 amending Council Directives 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings. Official Journal of the EU L 224. 16. 8. 2006.
- Gordon, J. N. (1989). The Mandatory Structure of Corporate Law. *Columbia Law Review*, 89, 1549–1598.
- Нопт, К. Ј. (2013). Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation. In: Fleckner, A. M., Нопт, К. Ј. (Eds.). *Comparative Corporate Governance – A Functional and International Analysis*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Јованић, Т. (2014). *Процес регулације* [Regulatory Process]. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду.
- Jordan, C. (2013). Cadbury Twenty Years On. *Villanova Law Review*, 58(1), 1–24.
- Јовановић, Н. (2009). *Берзанско право* [Stock Exchange Law]. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду.
- Kort, M. (2008). Standardization of Company Law in Germany, other EU Member States and Turkey by Corporate Governance Rules. *ECFR* 4, 379–421.
- Крећа, М. (2008). *Међународно јавно право* [International Public Law]. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду.
- Mallin, C. A. (2010). *Corporate Governance*. Oxford: Oxford University Press.
- Moore, M. T. (2013). United Kingdom: The scope and dynamics of corporate governance regulation. In: Fleckner, A. M., Нопт, К. Ј. (Eds.). *Comparative Corporate Governance – A Functional and International Analysis*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Nedelchev, M. (2013). Good Practices in Corporate Governance: One-Size-Fits-All vs. Comply-or-Explain. *International Journal of Business Administration*, 4(6), 75–81.
- Ogus, A. (1999). Rethinking Self-Regulation. *Oxford Journal of Legal Studies* 15, 97–108.
- Радовић, В. (2015). Развој културе одступања од „примени или објасни” правила корпоративног управљања [Development of Culture of Departure from “Comply or Explain” Rules of Corporate Governance]. *Анали Правног факултета Универзитета у Београду*, 2, 23–44.

- Ribstein, L. E. (2005). Sarbanes-Oxley After Three Years. *New Zealand Law Review*, 2005, 365–382.
- Robilant, A. di, (2006). Genealogies of Soft Law. *The American Journal of Comparative Law*, 54, 499–554.
- Romano, R. (2005). The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance. *The Yale Law Journal*, 114, 174–251.
- Sergakis, K. (2013). EU Corporate Governance: A New Supervisory Mechanism for the 'Comply or Explain' Principle?. *ECFR*, 3, 394–431.
- Васиљевић, М. С. (2013). *Корпоративно управљање – изабране теме* [Corporate Governance – Selected Topics]. Београд: Удружење правника у привреди Србије.
- Водинелић, В. В. (2012). *Грађанско право – Увод у грађанско право и Општи део грађанског права* [Civil Law – Introduction to Civil Law and General Part of Civil Law]. Београд: Правни факултет Универзитета Унион у Београду и Службени гласник.
- Wymeersch, E. (2007). The Corporate Governance “Codes of Conduct” between state and private law. Financial Law Institute Working Paper Series WP 2007-07, Universiteit Gent, November 2007 доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=1032596> (28. 7. 2015).
- Wymeersch, E. (2006a). Corporate governance codes and their implementation. Working Paper Series No. 2006-10, Universiteit Gent Financial Law Institute, 2006, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=931100> (6. 8. 2015).
- Wymeersch, E. (2006b). The Enforcement of Corporate Governance Codes. *Journal of Corporate Law Studies*, 6(1), 113–138.
- Закон о облигационим односима. Службени лист СФРЈ. Бр. 29 (78), 39(85), 45(89) и 57(89). Службени лист СРЈ, Бр. 31(93), 22(99), 23(99), 35(99) и 44(99).
- Закон о привредним друштвима. Службени гласник РС. Бр. 36(2011), 99(2011), 83(2014) – др. закон и 5(2015).

CORPORATE GOVERNANCE CODES: LEANING TOWARD LEGAL REGULATION

Vuk Radović

University of Belgrade, Faculty of Law, Belgrade, Serbia

Summary

Big corporate scandals in the past decade have suggested that there is an urgent need for reforms in the field of corporate governance. The major question in that respect was whether the emphasis should be on the change of regulation or on some other legal mechanisms that can improve the quality of self-regulation. Different paths were chosen by the United States and the EU. The United States have opted for imperative legal regulation of many areas of corporate governance, by enacting the Sarbanes-Oxley Act in 2002, the consequence of which was narrowing the domain of self-regulation. In theory, this approach is known as “one size fits all”, because the same rules are applicable to all companies, without taking into consideration numerous differences that may exist between them.

The EU, under the obvious influence of Great Britain, has decided to implement another approach: leaning on mechanisms and instruments of "soft law". The idea was that improving corporate governance has to be effected by using more flexible instruments. The answer was found in "comply or explain" rules, which provide companies with the option to apply or not to apply a certain rule. In the case of deviations from the "comply or explain" rule, the company is obliged to provide adequate explanation for every deviation as well as to make it public. These rules have not destroyed the freedom of companies to define their own system of corporate governance, and that is the reason why we can say that self-regulation remained the governing principle in the area of adapting legal rules to their needs. The duty to make explanation public in case of every deviation from the "comply or explain" rule represents the original concept which introduces the elements of coercion in the field of autonomous regulation, but limited only to the area of transparency. The major dilemma was how to achieve the application of the "comply or explain" rules, i.e. how to compel companies to adequately inform public in case of deviations. Grosso modo, two approaches have been developed: a) the British approach, according to which the application of the corporate governance code is a condition for quotation on the stock exchange market, with delisting as a sanction, and b) the German approach, according to which public companies are legally obliged to apply the "comply or explain" concept, because it is formulated as a legal requirement. Corporate governance codes have been developed as an instrument of self-regulation, and its implementation was based on the premise that companies will voluntarily adhere to the code (principle of voluntary implementation). However, legislators have changed over time the attitude towards them, mostly by recognizing corporate governance codes in the law, by introducing the obligation of its application by every public corporation, as well as the obligation to explain every deviation from the "comply or explain" rules contained in the code. With these developments the codes have shifted away from their original self-regulatory and non-statutory nature, and became more or less close to state regulation. In the future, legal interventions in the field of developing stronger enforcement instruments of corporate governance codes are expected, and with these changes the trend of getting far away from the original self-regulatory nature will continue. Serbia will not stay immune to these changes.