

**Проф. др Klaus J. Hopt**  
**Кодиректор Макс-Планк института за јавно**  
**и приватно међународно право у Хамбургу.**

## **Модернизација компанијског права и унапређење** **корпоративног управљања у ЕУ<sup>1)</sup>**

### **Резиме**

*Наслов овог чланка је узет из дописа Евројске комисије Савету и Евројском парламенту од 21. маја 2003. године. Уобичајен скраћени назив овог документа је “Акциони план компанијског права”. У овом чланку проф. Хопт покушава да утврди утицај Акционог плана компанијског права ЕУ на корпоративно управљање, јер је према његовом мишљењу веома важно да се зна шта Комисија намерава да регулише у области евројског компанијског права и како то намерава да учини. Из Акционог плана произилази велики број интересантних и компликованих правних питања, због чега је ова тема изразито актуелна.*

*Аутор је чланак поделио на три дела. У првом делу даје крајак осврт на Акциони план уз истацање неколико кључних објашњења. После тога, Акциони план је провучен кроз перспективу хармонизације компанијског права у ЕУ и њене проблеме. У следећем делу издвојено је шест специфичних питања корпоративног управљања, које Евројска комисија намерава да уреди.*

**Кључне речи:** *Акциони план компанијског права, корпоративно управљање, групаације компанија, реорганизације компанија, Евројска приватна компанија, Форум за евројско корпоративно управљање, Законик о корпоративном управљању.*

---

1. Овај чланак је написан поводом предавања које је проф. Хопт одржао на Правном факултету у Београду 8. октобра 2004. године.

### Уводне напомене

Искрено се захваљујем на срдачном позиву да одржим предавање на Правном факултету у Београду. Са задовољством сам прихватио позив, јер мислим да треба да учинимо све како би промовисали добре односе између наше две државе. Током историје ови односи ниси увек били једноставни. Уместо да гледамо у прошлост, ми треба да се са охрабрењем надамо светлијој будућности. Будућност ће бити онаква какву је створимо, а моје је мишљење да читаву Европу, у којој ми заједно живимо и радимо, чека мирна и просперитетна будућност. Моје је мишљење да професори и студенти имају посебну одговорност у овом погледу. То је разлог због кога сам изабрао тему, која третира право ЕУ, а још конкретније компанијско право ЕУ.

Европско компанијско право је обавезујуће само за земље чланице ЕУ. Међутим, оно је релевантно и за друге европске земље, без обзира да ли оне желе да се прикључе ЕУ у будућности (попут Србије и Црне Горе) или ту жељу немају (попут Швајцарске). У првом случају, од свих приступајућих држава се захтева да ускладе своје прописе са оним што Комисија назива "acquis communautaire", тј. правом ЕУ. У другом случају, може бити корисно да се утврди како су формулисани заједнички стандарди у свим државама ЕУ, што може довести до њиховог добровољног прихватања. Ово је начин на који поступа Швајцарска, јер жели да прихвати заједничке европске стандарде. Већина онога што је или ће бити европско компанијско право је прилично обимно и савет је да се одмах све добровољно не прихвата. Чак је и новопримљеним државама дозвољена једна прелазна фаза. Дугорочно посматрано, заједнички европски стандарди су нешто чему треба тежити.

Наслов предавања је узет из дописа Европске комисије Савету и Европском парламенту од 21. маја 2003. године. Уобичајен скраћени назив овог документа је "Акциони план компанијског права".<sup>2)</sup> Акциони план компанијског права ЕУ и његов утицај на корпоративно управљање је одговарајући за ово јутарње предавање из три разлога:

- прво, актуелно је знати шта Комисија намерава да регулише у области европског компанијског права и како то намерава да учини;

- друго, Акциони план дубоко залази у компанијско право земаља чланица, корпоративну праксу и, према томе, доводи до бројних општих правних питања, попут супсидијарности у односу на Уговор о оснивању Европске заједнице, као и посебних питања компанијског права; и

- треће, и сам сносим одређену одговорност за садржај Акционог плана. Овај план је настао убрзо након дугог извештаја припремљеног од стране тзв. HLG. HLG, термин који користи и сама Комисија, је скраћен назив за Високу групу експерата компанијског права (енг. High Level Group of Company Law Experts). Из-

2. Communication of the Commission of the European Communities to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward", Brussels, 21. 5. 2003, COM (2003) 284 final.

вештај је донет под називом: “Модеран регулациони оквир за компанијско право у Европи”.<sup>3)</sup> Моје предавање је подељено на три дела.

У првом делу даћу кратак осврт на Акциони план, на тај начин што ћу заједно са вама посматрати додаток који имате у рукама (аннекс) и пружићу вам нека општа објашњења. После тога ћу Акциони план да провучем кроз перспективу хармонизације компанијског права у ЕУ и њене проблеме. У трећем делу издвојићу шест специфичних питања корпоративног управљања, које Европска комисија намерава да уреди.

## I. Приказ Акционог плана компанијског права

Европска комисија је истакла у свом списку радњи<sup>4)</sup> да намерава да успостави јасне приоритете: краткорочне (2003-2005); средњорочне (2006-2008); и дугорочне (од 2009). Међутим, нагласак је на краткорочним и дугорочним плановима. Пет области су покривене: корпоративно управљање; повећање и одржавање оснивачког капитала; груписање компанија; реструктурирање и нове компанијске форме; и друге форме привредних друштава.

### 1. Корпоративно управљање

Највећа брига Комисије је у сваком случају везана за корпоративно управљање. Питања корпоративног управљања су садржана у анексу под краткорочним и другорочним циљевима. Краткорочни циљеви се везују за доношење следећих аката: директива, која ће предвидети детаљније и квалитетније обавештавање о корпоративном управљању; директива која треба да убрза акционарску комуникацију и доношење одлука, а нарочито елиминисањем препрека у вези са гласањем преко границе; препорука о улози независних и надзорних директора; препорука, која се односи на директорске накнаде; директива која ће обезбедити да директори буду колективно одговорни за финансијске извештаје; и иницијатива Комисије да се формира Европски форум за корпоративно управљање. Средњорочни циљеви се односе на директиве које би дале право избора институционалним инвеститорима између једнодомне и дводомне управе (тј. или унитарна управа или управни и надзорни одбор), као и повећавање одговорности чланова управе (по-

3. High Level Group of Company Law Experts, “A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe”, Брисел, 4. новембар 2002. године, стр. 161 и даље. Други уско повезан извештај се односи на преузимања привредних друштава. Види: *High Level Group of Company Law Experts*, “Report on Issues Related to Takeover Bids”, Брисел, 10. јануар 2002. године, стр. 96. Оба извештаја се налазе у Annex-у књиге G. Ferrarini, K. J. Nort, J. Winter, E. Wymeersch, “Reforming Company and Takeover Law in Europe”, Oxford University Press, 2004. Ова књига се детаљно бави са два извештаја и проблемима који су овде постављени. Као основу за извештај High Level Group од 4. новембра 2002. године, види: K. J. Nort, “Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance After Enron”, *Journal of Corporate Law Studies*, бр. 3 из 2003. године, стр. 221-268.

4. Види анекс овог чланка.

себно право на истрагу, правило о направилном трговању, дисквалификације директора). Све три радње ће бити саставни део директива. Поред тога, планирана је посебна студија о принципу једна акција – један глас.

## **2. Одржавање основног капитала**

Друге области покривене Акционим планом су такође значајне и ништа мање контроверзне. Погледајмо прво одржавање основног капитала. Основни капитал је тренутно под строгим режимом Друге директиве. Решења које је она прихватила су под оштром критиком економиста, компаративних правих експерата и енглеске заједнице. У исто време, у Немачкој, коалиција између традиционалних правника који се баве материјом компанијског права и федералних судија бране *status quo*. Шта Европска комисија намерава да учини? Она је крајње опрезна. Радње набројане у Акционом плану су подељене на краткорочне, средорочне и дугорочне. У оквиру краткорочних планова, предвиђено је поједностављивање Друге директиве, пратећи препоруке тзв. SLIM групе, којом је руководио професор Wymeersch (тада са Гент универзитета, а који је у међувремену постао председавајући Белгијске комисије за банкарско осигурање и финансије). У средњем року, биће начињена студија са циљем да се види да ли су могуће алтернативе за режим одржавања основног капитала. Ако је одговор позитиван, дугорочно ово би било имплементирано кроз измене Друге директиве.

## **3. Групације компанија, пирамиде**

Трећа област су групације компанија, познато поприште многих борби. Неки од вас знају да је Европска комисија имала намеру да хармонизује груписање компанија тзв. Деветом директивом, мање или више пратећи пример немачког *Konzernrecht-a*. Али ово се није остварило. После тога, 1998. године *Forum Europaem on Group Law* је предложио знатно детаљнији правни оквир, као средње решење између немачког *Konzernrecht-a* и хаотичног делимичног регулисања *ad hoc* интервенцијама у неким другим државама. Акциони план је усвојио овај приступ. Преузимање активности ван оквира националних оквира је очигледна економска неопходност, али је у значајној мери угрожена немачким системом радничке партиципације у управљању. Европски прогрес је у овом погледу деценијама блокиран немачком коалицијом синдикалних лобиста и политичких опортуниста. Акциони план обезбеђује следеће мере: директива која захтева боље извештавање о структури групе и односима (краткорочно) и две директиве о координацији између група и пирамидалним структурама (обе средњорочно).

## **4. Реорганизације компанија**

Реорганизације су четврто поље. Оно се односи на екстензивну дебату о Десетој директиви о међународним спајањима привредним друштвима и на Четрнаесту директиву о променама седишта компаније ван националних оквира. Обе дирек-

тиве су блокиране од стране Немачке због питања радничке партиципације. У скорије време, изгледа да ће се доћи до компромиса, али се још увек не зна како ће он изгледати. Немачки синдикати се боре за исто решење како је садржано у статуту Европске компаније (Societas Europaea). Друге државе чланице би волеле да виде мање саодлучивања у случају међународних спајања друштава. Меродавно ће бити право седишта компаније након статусне промене.

#### **5. Европска приватна компанија, друге правне форме у оквиру ЕУ, транспарентност националних форми**

Европске правне форме су пета брига Европске комисије. Прво, постоји план да се усвоји статут Европске приватне компаније. Ово је врста друштва са ограниченом одговорношћу (попут немачког GmbH). Друге правне форме ЕУ су Европска асоцијација, Европско узајамно друштво, а у средњем року је могућа и Европска фондација. Препоручљиво је да постоје основна правила обавештавања за сва правна лица са ограниченом одговорношћу.

### **II. Акциони план компанијског права у перспективи: пет најзначајнијих правних питања**

#### **1. Хармонизација европског компанијског права**

Овај Акциони план нас позиционира у средину хармонизације европског компанијског права. Ово је дугачак и прилично болан политички процес. Узмимо само групације друштава као пример. Делови Пете директиве, па чак и делови неу својене Девете директиве о груписању компанија се могу препознати у Акционом плану. High Level Group – као и Форум за европско право групација пре њега – је изабрао нови приступ, гледајући једино оквире хармонизације и издвајајући неколико стратегијских проблема, а посебно одређена правила игре. Приликом избора, Група је већи акценат стављала на побољшање прекограничних и других економских активности, а мање на успостављање посебних правних правила правичности.

Акциони план је пратио овакав начин размишљања High Level Group. Програм укључује више обавештавања о структури групе и односима унутар ње, и финансијских и нефинансијских; оквирна правила за групе усвајањем начела субсидијарности у оквиру координираних група; забрана котирања на берзама за недозвољене пирамиде. Ова правила ће бити минимална, тј. Немачка ће моћи да задржи своје стара, строжија правила о праву груписања друштава. Наравно, и за ово постоји цена. Као последица Акционог плана, Karel van Hulle, као члан Комисије је објавио да су Пета и Девета директива мртве.

## **2. Наставак Акционог плана компанијског права**

Европска комисија је већ започела са имплементацијом Акционог плана.

Предлог Десете директиве о прекограничним статусним повезивањима компанија са акцијским капиталом је на столу од новембра 2003. године.

Тренутно циркулише предлог и нацрт Четрнаесте директиве о прекограничној промени седишта компаније, што је узнемирило немачке синдикате који се боје за своју националну “свету краву” – радничку партиципацију у управи друштва.

Препорука о јачању улоге (независних) неегзекутивних директора или надзорних директора је поднета Европској комисији 6. октобра 2004. године.

Друга препорука о успостављању посебног режима за давање накнаде директорима је предочена Европској комисији такође 6. октобра 2004. године.

Окончан је период за консултације за директиву о одговорности чланова управе и побољшање финансијских информација и информација у вези са корпоративним управљањем.

Пре неколико недеља Комисија је издала нови консултациони документ. Он се односи на успостављање одговарајућег режима за акционарска права.

## **3. Циљеви Акционог плана компанијског права**

Циљеви Акционог плана су двоструки. Прво, повећање права акционара и заштита запослених, поверилаца, и других лица са којима компанија ступа у контакт. На овај начин се жели створити и одржати поверење у компаније унутар ЕУ. Други циљ је у непосредној вези са првим. Комисија намерава да подстакне ефикасност, са посебним освртом на прекогранична питања. Један циљ не може бити остварен без другог; они су две стране истог новчића. Frits Volkstein, као представник интерног тржишта, је рекао: “Компанијско право и корпоративно управљање су срце политичког плана са обе стране Атлантика. То је због чињенице да економије функционишу само уколико компаније послују ефикасно и транспарентно. Јасно смо видели шта се дешава у супротном случају: инвестиције и радна места ће бити изгубљена; а у најтежим случајевима, акционари, запослени, повериоци и друштво ће бити опљачкани. Брза акција је неопходна да би се обезбедило задовољавајуће јавно поверење у финансијска тржишта.” Ово није само политичка изјава. Наша High Level Group је истог мишљења. Заиста, поверење инвеститора је кључан концепт европског финансијског и компанијског права, као што је то био случај и на почецима америчког регулисања права хартија од вредности 30-тих година прошлог века.

## **4. Потребе малих и средњих привредних друштава, категоризација компанија за регулаторне сврхе**

Европска комисија је свесна различитих потреба малих и средњих привредних друштава (SMEs) и намерава да им прилагоди компанијско право и правила корпоративног управљања једноставнијим и флексибилнијим оквирним правили-

ма. Велика Британија и друге европске земље су увиделе овај проблем и његово решавање сматрају крајње пожељним, имајући у виду све већи значај малих и средњих привредних друштава у Европи. Европска комисија је у праву што укључује овај тренд у оквиру европског права. Са друге стране, Комисија планира да успостави знатно захтевнија правила за котирана друштва, тј. за друштва чије се хартије од вредности котирају на берзи или на неком другом регулисаном тржишту. Изгледа да велики број држава чланица прати тренд по коме постоје два правна режима у зависности од тога да ли се хартије котирају на берзи.

За регулаторне сврхе, High Level Group је предложила прављење разлике између три категорије компаније, уместо две као што је то било до сада, тј. котиране компаније, отворене компаније и затворене компаније. Разлог за постојање отворених компанија је следећи: у Немачкој и неким другим државама, мали број компанија се котирају. У августу 2003. године, ми смо имали 15.176 акционарских друштава (AG и KGaA). У децембру 2002. године, само је 715 било котирано (упореди са 2.405 котираних компанија у Великој Британији). Са тог становишта, неоправдано је третирати око 14.000 некотираних немачких акционарских друштава као затворена друштва – или је компликовано у потпуности дерегулисати режим за затворена друштва. Али, ово питање остаје отворено.

##### **5. Акциони план компанијског права и његова веза са другим областима хармонизације (финансијска тржишта, одитори, преузимање привредних друштава)**

Акциони план компанијског права је амбициозан програм, али он не показује праву меру у којој се залази у ово поље. Постоје барем две области које нису покривене, а од кључне су важности за корпоративно управљање, унапређење рада одитора и тржишна питања (финансијско тржиште и тржиште корпоративне контроле, тј. Тринаеста директива). Ово захтева неколико речи објашњења, једно опште и једно специфичније.

Уопштено, постоји блиска веза између Акционог плана финансијских тржишта из 1999. године и Акционог плана компанијског права од 21. маја 2003. године. Господин Volkstein је био веома успешан на првом плану, док је хармонизација компанијског права годинама била неуспешна. Volkstein-ова генијална идеја је била да повеже оба поља и обе регулаторне шеме, користећи искуство и политички успех Акционог плана финансијских тржишта за прогрес компанијског права. Политички ово је било веома вешто решење, које је барем до сада економски и правно успело.

Ова стратегија је такође коришћена и за две специфичне, раније поменуте области. Прво, побољшање ревизије, што је већ дуго времена брига Комисије и одвојених група формираних у оквиру и ван ње, које се баве овим питањем. Према томе, она није укључена у одредбе извештаја High Level Group. Комисија је без обзира на поменуто била веома активна на овом пољу. Дозволите ми само да поменем препоруку од 6. маја 2002. године о независности законских ревизора – основни

принципи; акциони план у десет тачака о законским ревизорима од 21. маја 2003. године и истог дана објављен Акциони план компанијског права, као и недавни предлог измена Осме директиве који датира од 16. марта 1994. године. И даље се предузимају мере на нивоу ЕУ. Да ли ће Комисија кренути са регулисањем одговорности ревизора према трећим лицима је још увек отворено питање. Национална решења су потпуно различита, и многа од њих су испреплетане са концептима општег права грађанске одговорности. У неким земљама чланицама, попут Немачке, постоји јасан тренд ка установљавању одговорности ревизора према трећим лицима, иако ограничено на случајеве крајње непажње и уз постојање максималног новчаног износа до ког одговарају.

Што се тиче тржишта корпоративне контроле, коначно смо усвојили Тринаесту директиву о преузимању привредних друштава 21. априла 2004. године,<sup>5)</sup> која је знатно ублажена у односу на ранију верзију из децембра 2003. године. Ова директива има свој сопствени пут, проблеме и критике. Важно је увидети да је она део део корпоративног управљања, тј. екстерног корпоративног управљања преко тржишта корпоративне контроле. Теорија каже да takeover-и могу имати дисциплински ефекат на управу циљне компаније. Међутим, модерна емпиријска истраживања су у том погледу двосмислена.

### **III. Детаљније објашњење шест сегмената корпоративног управљања наведених у Акционом плану**

#### **1. Унапређење обавештавања увођењем годишњег извештаја о корпоративном управљању**

Према Акционом плану, државе чланице ЕУ треба да захтевају од котираних друштава да у своја годишња документа или у њихов анекс укључе кохерентан и дескриптиван извештај о кључним елементима у структури и пракси корпоративног управљања. Такав извештај треба да пружи инвеститорима и тржишту истиниту и правичну слику корпоративног управљања у одређеној компанији, омогућавајући им да учине бољи избор. Отворено је остало питање да ли ревизори треба да имају одређену функцију у вези са извештајем о корпоративном управљању. Обавештавање, препоручено од стране High Level Group Комисији, као пожељан прилаз је уопштено посматрано најмање инвазиван начин регулисања, а ако се покаже као ефикасан, онда је то и најбољи начин регулисања компанија.

5. Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids, Official Journal of the European Union L 142/12 од 30.4.2004. Види: К. Ј. Нопт, Takeover Regulation in Europe – The battle for the 13<sup>th</sup> directive on takeovers, Australian Journal of Corporate Law, бр. 15 из 2002. године, стр. 1-18. Види такође део о контролним трансакцијама од Р. Дависа и К. Ј. Нопта у Р. Р. Краакман, Р. Давис, Н. Хансманн, Г. Хертиг, К. Ј. Нопт, Н. Канда, Е. В. Рок, The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach, Oxford University Press, 2004, стр. 157-191.

## **2. Развој законског оквира усмереног ка побољшању извршења различитих права акционара**

Акциони план промовише акционарску активност, на пример, кроз постављање питања, објављивање одлука, гласања у одсуству, учествовања у скупштини акционара преко електронских медија, итд. Ове могућности се морају понудити акционарима широм ЕУ. Посебне проблеме везане за прекогранично гласање треба што пре решити. Ови проблеми су од посебног значаја за институционалне инвеститоре, како из других држава чланица ЕУ, тако и ван ЕУ. Побољшање акционарских права когентним нормама се уклапа у систем тржишно оријентисаног управљања, јер се јача самопомоћ акционара и инвеститора.

## **3. Усвајање препоруке са циљем промовисања правила о независним (неегзекутивним) или надзорним директорима**

Акциони план сматра да минимални стандарди за формирање, састав и улогу комитета за изборе, накнаду и равизију морају бити дефинисани на нивоу ЕУ и извршени од стране држава чланица ЕУ, макар на “примени и објасни” основу. Као што је раније поменуто, Европска комисија је већ 6. октобра 2004. године дала своју препоруку о јачању улоге неегзекутивних или надзорних директора. Консултациони документ од 5. маја 2004. године, који је далеко отишао у дефинисању “независности”, је дочекан у Немачкој са великом зебњом. Сматрало се да, ако ово правило постане обавезно, то би значило и крај немачког контролисања преко надзорног одбора у зависном друштву и крај радничког саодлучивања у овим управама. Предлог препоруке је прихватио знатно опрезнији приступ. Не само што је она сведена само на препоруку, као што је увек и планирано, већ је на управи да у коначној инстанци дефинише појам независности. Постоји и изузетак за радничке представнике у управи у оквиру правно признатог представљања “радничког система”, који обезбеђује адекватну заштиту од неоснованих опозива и других видова неправичног поступања.

## **4. Усвајање препоруке о директорским накнадама**

Државе чланице треба да у краком року буду позване да прихвате адекватан режим који би акционарима омогућио транспарентност и већи утицај, што обухвата детаљно објављивање појединачних накнада. Предвиђене су три радње: потпуно обавештавање, акционарско доношење одлука и рачуноводствени третман опција за куповину акција.

а) Потпуно обавештавање је уместно, како као основа за доношење одлука од стране акционара, тако и као начин кретања информација ка берзанском тржишту, које на њих може реаговати на различите начине. Нови британски извештај о директорским накнадама из 2002. године даје идеју о томе које информације могу бити релевантне у циљу обавештавања. Њиме се захтева да извештај о накнадама директора мора бити прегледан од стране ревизора и одобрен од стране чланова

друштва, при чему ово последње може представљати алтернативу акционарској одлуци о принципима и ограничењима директорских накнада.

б) Док се детаљи око директорске накнаде могу препустити комитету за ревизију (у коме су независни директори већина) или надзорном одбору у случају дводомног система управљања, годишње гласање о принципима и ограничењима накнаде управе (или виших чланова у оквиру управе) може бити корисно, јер представља кочницу, упркос чињеници да се акционари ретко супротстављају предлогу. Ово решење је прихваћено у Великој Британији, премда гласање тамо нема за циљ давање сагласности, већ је саветодавне природе (и, ако се не варам, нове реформе су у току). Неки теоретичари критикују овај хибрид, јер се по њима на овај начин стварају практичне тешкоће. Према томе, ово је случај нормалног акционарског одлучивања, уз услов да је информисано и ограничено на одређивање начела и не утиче на уговоре о раду и новчане захтеве чланова управе. Ако су ови услови испуњени, тешко је уочити непремостиве практичне потешкоће. Препорука Европске комисије од 6. октобра је да акционарска изјава о накнади буде саветодавне природе.

в) Најкомплексније питање је да ли треба предвидети императивно правило за рачуноводствени третман опција за куповину акција изван досадашње европске (и америчке) опште праксе о уписивању само чињенице да су те опције унете у одговарајући део биланса стања. Разлоге за ово треба тражити у тешкој одредивости вредности опција за куповину акција. Упркос свим потешкоћама, чињеница остаје да су трошкови рачуноводства једина кочница која се осећа. Ово може бити аргумент да се препоручи опште европско правило за ово питање, а да се сва појединачна питања препусте рачуноводственој професији и рачуноводственим стандардима који ће се развити. У сваком случају, компаније морају бити спремне да се суоче са ревидираним IAS/IFRS из 2004. године, а може се и десити да ће Финансијски рачуноводствени стандарди пратити пример Међународних рачуноводствених стандарда.

## 5. Одговорност чланова управе за финансијске извештаје

Европска комисија планира да на нивоу ЕУ прихвати правило о колективној одговорности чланова управе за финансијске извештаје. Ова одговорност има за циљ да побољша финансијске извештаје и обавештавање о корпоративном управљању. Акциони план оставља отворена питања: под којим условима та одговорност може настати (крајња непажња?), да ли треба да постоји ограничење висине одговорности, и нарочито, према коме ова одговорност постоји – друштву или инвеститорима у целини (интерна и екстерна одговорност)? У Немачкој, предлог закона уводи екстерну одговорност за писане, као и за усмене финансијске извештаје, али само у случајевима крајње непажње.

## 6. Институционални инвеститори, избор између једнодомног и дводомног система, више акционарске демократије

Акциони план садржи велики број других мера од којих ћу поменути само три. Прво, обезбеђивање више информација о улози коју имају институционални инвеститори у корпоративном управљању. Институционални инвеститори треба да буду у обавези да открију своју инвестицију и принципе којима ће се руководити приликом гласања. High Level Group је дискутовала о питању да ли треба ићи даље и обавезати институционалне инвеститоре да гласају. На крају, препорука није дата, не због тешкоће око дефинисања институционалног инвеститора, већ примарно због тога што се таква обавеза може показати контрапродуктивном, обезбеђујући још више гласова за управу, како гласање од стране немачких банака показује.

Друга мера коју треба поменути је право на избор које се даје котираним друштвима између једнодомног и дводомног система одлучивања у управи, које већ постоји, примера ради, у Француској и Италији, а која се подржава у Аустрији и Немачкој. У Немачкој, овај предлог је дочекан са симпатијама, не само од стране теоретичара, већ и у пракси (нпр. DAV). У Немачкој је такав избор све до недавно био незамислив. Разлог за ово је традиционално (премда спорно) мишљење, по коме је право акционарских друштава у основи когентног карактера. Међутим, много значајнији разлог је немачки систем радничког саодлучивања, који се сматра некомпатибилним са једнодомним системом управе. Усвајањем Статута Европске компаније (*Societas Europaea*, SE), који је прихватио право на избор акционара између два система, расположење се променило.

Последње, али не и најмање значајно, Акциони план наглашава да има намеру да појача ефекат принципа пропорционалности између капитала и контроле. Комисија је става да се у средњем року мора остварити права акционарска демократија, и она намерава да спроведе студију о последицама таквог приступа.

## Закључак

Реперкусије Акционог плана ће бити значајне. О њему се дискутује у свим државама чланицама, иако не увек добронамерно. Критике се крећу од фундаменталног опонирања на основу начела супсидијарности и економског концепта конкуренције између законодавстава до посебних критика појединачно предложених мера. Један пример је студија CEPS Brussels Center for European Policy Studies (Lanpo). Комисија није импресионирана основним критикама, и она наставља са бројним радњама које се односе на различите мере. Неке од њих су биле предмет овог чланка. High Level Group се супротставља доношењу европског Законика о корпоративном управљању, што је прихватила и Комисија. Са друге стране, Комисија планира да оснује Форум за европско корпоративно управљање, иако је за сада још увек нејасно како би ово тело изгледало, ко би ушао у његов састав, и које би му биле функције. 18. октобра 2004. године одржаће се конференција у Хагу. Њена

тема ће се односити на начин регулисања корпоративног управљања. Од Комисије се очекује да изнесе своје ставове. Присутна је знатижеља у вези са питањем да ли ће Комисија наставити са планом. Ако се то деси (што је вероватно), да ли ће Форум бити икључиво политички, или неутралан и потпуно независан, или ће бити мешавина оба, укључујући и највеће лобисте? Какви ће бити његови задаци и надлежност? Државе чланице страхују да ће им такав Форум за европско корпоративно управљање одузети одређена права, а да ће на дуге стазе постојање овог тела довести до усвајања Законика о корпоративном управљању и других аката.

### ANNEX

<b>Модернизација компанијског права и унапређење корпоративног управљања у ЕУ</b>		
<b>Списак радњи</b>		
<b>КРАТКОРОЧНИ ЦИЉЕВИ (2003 – 2004)</b>		
	<b>Опис планираних радњи</b>	<b>Пожељан начин имплементације*</b>
Корпоративно управљање	Повећати захтеве за обавештавање о питањима из области корпоративног управљања (укључујући и потврду о колективној одговорности чланова управе за кључне нефинансијске извештаје)	Законодавство (Директива којом се мења постојећа легислатива)
	Интегрисан правни оквир за унапређење ефикасности комуникације између акционара и доношења одлука (учешће у скупштини, коришћење гласачких права, прекогранично гласање)	Законодавство (Директива)
	Јачање улоге независних неегzekутивних и надзорних директора	Не законодавство (Препорука)
	Успостављање одговарајућег режима за директорске накнаде	Не законодавство (Препорука)
	Потврда на нивоу ЕУ о колективној одговорности чланова управе за финансијске извештаје	Законодавство (Директива којом се мења постојећа легислатива)
	Организовање Европског форума за корпоративно управљање у циљу координисања радњи држава чланица у вези са корпоративним управљањем	Не законодавство (иницијатива Комисије)
Одржавање капитала	Поједностављивање Друге Директиве на основу SLIM препорука које допуњују Извештај HLG (SLIM-Plus)	Законодавство (Директива којом се мења постојећа легислатива)

Груписање компанија	Повећано обавештавање о структури групе и односима, финансијским и нефинансијским	Законодавство (Директива којом се мења постојећа легислатива)
Реорганизације	Предлог Десете Директиве о прекограничним спајањима	Законодавство (Директива)
	Предлог Четрнаесте Директиве о прекограничним променама седишта	Законодавство (Директива)
Европска приватна компанија	Студија изводљивости у циљу одређивања практичних потреба и проблема Европске приватне компаније	Не законодавство (Студија)
Правне форме ЕУ	Активан прогрес у односу на постојеће предлоге (Европска асоцијација, Европско узајамно друштво)	Законодавство (постојећи предлози)
<b>СРЕДЊОРОЧНИ ЦИЉЕВИ (2006 – 2008)</b>		
	<b>Опис планираних радњи</b>	<b>Пожељан начин имплементације</b>
Корпоративно управљање	Повећавање информација које су институционални инвеститори дужни да учине доступним јавности о својим инвестицијама и начелима којима ће се руководити приликом гласања	Законодавство (Директива)
	Избор за сва котирана друштва између два типа (монистичког/дуалистичког) структуре управе	Законодавство (Директива)
	Појачавање одговорности чланова управе (посебно право на истрагу, дисквалификације директора, правило о непоштеном трговању)	Законодавство (Директива или директива којом се мења постојећа легислатива)
	Испитивање последица приступа којим се достиже пуна акционарска демократија (једна акција / један глас), макар за котирана друштва	Не законодавство (Студија)
Одржавање капитала	Утврдити могућности алтернативе режиму одржавања капитала	Не законодавство (Студија)
Груписање компанија	Оквирна правила за групације, којима се дозвољава да се на нивоу супсидијарности остварује координиране акција	Законодавство (Директива)
Пирамиде	Забрана берзанског котирања акција за злоупотређаване пирамиде	Законодавство (могућа директива којом се мења постојећа легислатива)
Реорганизације	Поједностављивање Треће Директиве (спајања) и Шесте Директиве (поделе)	Законодавство (Директива којом се мења постојећа легислатива)

Европска приватна компанија	Могућ предлог о Статуту Европске приватне компаније (зависно од закључка студије изводљивости)	Законодавство
Правне форме ЕУ	Утврдити потребу за формирањем других правних форми у оквиру ЕУ (нпр. Европска фондација)	Не законодавство (Студија)
Транспарентност националних правних форми	Увођење правила о базичном обавештавању за све праве ентитете са ограниченом одговорношћу (уз претходно испитивање)	Законодавство (Директива или директива којом се мења постојећа легислатива)
<b>ДУГОРОЧНИ ЦИЉЕВИ (2009-)</b>		
	<b>Опис планираних радњи</b>	<b>Пожељан начин имплементације</b>
Одржавање капитала	Могуће увођење Друге директиве компанијског права о алтернативном режиму (зависно од резултата студије изводљивости)	Законодавство (Директива којом се мења постојећа легислатива)

- \*) Ова колона даје информацију о регулаторном инструменту који треба да буде коришћен: Када се помене “Директива”, она означава да треба или усвојити нову Директиву или изменити једну или више постојећих Директива (у областима компанијског права, вредносних папира, објављивања финансијских извештаја...);  
Колико је то могуће, неопходне иницијативе ће бити груписане са циљем избегавања мултипликованих законодавних иницијатива.

**Professor dr Klaus J. Hopt,  
Max-Planck-Institute for Private Law, Hamburg, Germany**

### **Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the EU**

#### **Summary**

*The title of this article is taken from the Communication of the European Commission to the Council and the European Parliament of May 21, 2003 (“Company Law Action Plan”). Professor Klaus J. Hopt tries to determine the impact of The EU Company Law Action Plan on various corporate governance issues, because according to his opinion it is important to know what the Commission intends to regulate in the field of European*

*company law and how it is going to do that. The Action plan raises many interesting and difficult legal questions, which makes this area highly topical.*

*The article is divided into three parts. In the first part, prof. Hopt gives a quick overview on the Action Plan, by giving some general information. In the second part, he puts Action Plan into perspective of company law harmonization in the European Union. In the third part, author picks up six specific corporate governance issues which the European Commission intends to regulate by European measures.*

**Key words:** *Company law action plan, corporate governance, capital maintenance, groups of companies, restructuring companies, European private company, European corporate governance forum, European corporate governance code.*