

мр *Ивана РОДИЋ*

## КОДЕКС КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА У ПРАВУ ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ

### Резиме

Оквир за корпоративно управљање у Европској унији је у значајној мери базиран на „меком праву“, у које спадају и кодекси корпоративног управљања. После доношења Кедбери извештаја 1992. године, земље чланице су покренуле иницијативе за доношење сличних кодекса најбоље праксе за своја тржишта. Директивом 2006/46/ЕС из 2006. године је уведен захтев да су кофиране компаније земаља чланица дужне да објављују изјаву о корпоративном управљању. Изјава треба да садржи информацију о кодексу који компанија примењује на бази принципа „примени или објасни“. У случајевима да компаније нису примениле неке одредбе дужне су да објасне разлоге за сваку такву не примену. Предност овог метода је његова флексибилност која омогућава компанијама да прилагоде праксе корпоративног управљања својим специфичним потребама. Због тога принцип „примени или објасни“ и посебно квалитет „објасни“ представљају приоритете у Акционом плану за кључне промене у европском компанијском закону и корпоративном управљању из 2012. године. Србија је такође усвојила неколико кодекса који су хармонизовани са оквиром Европске уније за корпоративно управљање.

**Кључне речи:** корпоративно управљање, кодекси корпоративног управљања, принцип „примени или објасни“, меко право.

## I Увод

Потреси на глобалном финансијском тржишту нису изазвали само полемике, критике и промене у функционисању финансијског система, већ су послужили као повод за широку дебату о томе на који начин се данас послује, као и како успоставити ефикаснији модел корпоративног управљања.

Концепт корпоративног управљања се дефинише на различите начине. Ужа дефиниција је фокусирана на контролу менаџмента од стране акционара (*shareholders*). Шира дефиниција обухвата и све остале носиоце интереса (*stakeholders*) који, *inter alia*, треба да имају одређену улогу у управљању компанијом. Према Организацији за економску сарадњу и развој (*OECD*), која је публиковала 1999. године своје Принципе корпоративног управљања, корпоративно управљање се дефинише као „интерна средства помоћу којих се воде и контролишу акционарска друштва [...] а која обухватају групу односа између менаџмента друштва, његовог управног одбора, његових акционара и других носилаца интереса“.<sup>1</sup>

Једна од најчешће цитираних или парафразираних дефиниција је она из Кедбери извештаја (*Cadbury Report*)<sup>2</sup> по којој је „корпоративно управљање систем којим се компаније руководе и контролишу“.

Иако се основне поставке корпоративног управљања темеље на законским и саморегулаторним механизмима, оно не представља само формалну усклађеност са важећим прописима и општим стандардима, националним и међународним, већ представља модел *per se*, прилагођен конкретним потребама компаније.

Како се у последњих неколико деценија у значајној мери мењала и сама природа компанија, тако су се тим променама прилагођавали природи, циљеви и пракса корпоративног управљања. Неке промене су биле изнуђене и представљале су одговор на велике корпоративне скандале и колапсе до тада „здравих“ компанија.

Емпиријски је утврђено да добро корпоративно управљање доноси реалне користи компанијама и позитивно утиче на њихове фи-

1 Organisation for Economic Co-operation and Development (*OECD*), *OECD Principles of Corporate Governance*, доступно на сајту: [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

2 У Великој Британији је 1. децембра 1992. године Комитет за финансијске аспекте управљања корпорацијама публиковао извештај под називом „Финансијски аспекти корпоративног управљања“ (*The Financial Aspects of Corporate Governance*), који је у кратком року, по имену председавајућег комитета *Sir Adrian Cadbury*-ју, добио незваничан назив Кедбери извештај (*Cadbury Report*). Иницијатива за формирање комитета је потекла од Енглеске банке којој су се придружили тада новоуспостављени Савет за финансијско извештавање (*Financial Reporting Council*) и Лондонска берза (*London Stock Exchange*).

нансијске перформансе, јер су оне стабилније, имају већу тржишну вредност и стварају већи профит.<sup>3</sup> Земље чланице ЕУ имају веома различите праксе, структуру и учеснике у корпоративном управљању, што одражава различитости у корпоративној култури, власничкој структури, правном систему и др. Насупрот томе, када су у питању кодекси корпоративног управљања (у даљем тексту – кодекси КУ) евидентне су значајне сличности као последица спремности земаља чланица да усвоје општеприхваћене стандарде и праксе корпоративног управљања. Ипак, званичан је став да процес унификације принципа и препорука не треба да води (бар не у ближој будућности) усвајању и примени јединственог кодекса КУ на нивоу Европске уније. Уосталом, све док су кодекси део корпуса „меког права“, логично је да задрже флексибилност у погледу садржаја и начина примене. Зато и једна од битних разлика између кодекса КУ и традиционалног закона о компанијама представља својеврстан парадокс – кодекс је више обавезујући у смислу захтева за његово усвајање, а мање обавезујући у суштинском смислу. Кључ за разрешење ове ситуације је пронађен у примени принципа „примени или објасни“, који је први пут дефинисан у поменутом Кедбери извештају. Наиме, након што компанија усвоји кодекс КУ, она према овом принципу има две могућности: или да све одредбе кодекса примењује, или да неке одредбе не примењује, али је у том случају обавезна да пружи одговарајуће објашњење. Ово правило је први пут уведено у европско право 2006. године Директивом 2006/46/ЕС,<sup>4</sup> као и обавеза да компаније котиране на берзи уз годишњи извештај објављују изјаву о корпоративном управљању. Унутрашњи корпоративни органи, а поготово спољни тржишни фактори, представљају „силу“ која условљава компаније да пре свега изаберу опцију „примени“ уколико не желе да дугорочно угрозе пословну репутацију и тржишну позицију. Институционални инвеститори и други носиоци интереса су много више заинтересовани, када доносе суд о конкретној компанији, за изјаву о томе како она примењује кодекс КУ, него за објашњење зашто га не примењује. Директивом није одређен ни квалитет ни садржај кодекса КУ, као ни начин његове имплементације, што га чини веома флексибилним инструментом који компанијама даје могућност да усвајају кодексе прилагођене

3 Brown Lawrence, Caylor Marcus, *Corporate Governance and Firm Performance*, 2004. Студија је рађена на узорку од 2.327 фирми. Доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=586423>.

4 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 on 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, *OJ L 224*, 16.8.2006, стр. 1–7.

њиховим потребама. Не само из овог разлога, данас су кодекси КУ постали универзално средство у процесу успостављања ефикасног система корпоративне праксе на глобалном нивоу.

Наша земља се такође укључила у овај процес те је данас у употреби неколико кодекса корпоративног управљања који су усклађени са *aquis communautaire*-ом и принципима *OECD*-а, а њихова доследна примена би требало да помогне у стварању нове корпоративне културе на нашим просторима.

## II Кодекс корпоративног управљања у Европској унији

Систем корпоративног управљања је 80-их година прошлог века постао веома актуелна тема, која је са неочекиваним колапсом „здравих“ компанија у фокус јавности ставила питање улоге корпоративног управљања, које у процесу глобализације пре свега треба да компанијама обезбеди конкурентност, али и поверење инвеститора.<sup>5</sup> Најчешћи узрок великих финансијских скандала било је лоше корпоративно управљање.<sup>6</sup> Уосталом, познато је да се пословно поверење стиче годинама, а губи за неколико сати.

Кодекси КУ садрже принципе и правила чија примена може да донесе компанијама директне користи на микро, али и на макро плану.

### 1. Кедбери извештај

Према мишљењу многих аутора, објављивањем Кедбери извештаја<sup>7</sup> 1992. године почиње дебата о модерном корпоративном управљању, а он је послужио и као путоказ Европској унији, *OECD*-у, националним

5 Пошто инвеститори „купују“ будући профит компаније, а компанија „продаје“ тај будући профит, без правила игре и међусобног поверења, ризици су за обе стране велики посебно у случају *bond futures* трговања.

6 У време израде Кедбери извештаја избио је скандал у компанији *Polly Peck* која је постала несолвентна пошто је годинама објављивала фалсификоване финансијске извештаје. У том периоду избила је афера *MaxwellGroup* у којој је пензиони фонд групације дневних листова *Mirror Group* искоришћен за покривање губитака матичне компаније. Да подсетимо и на касније случајеве: *Enron*, *Parmalt*, *WorldCom*, *Тусо*, *Adelphia* и друге, о којима стручна јавност има довољно информација. У случајевима важних финансијских институција као што су *Citygroup*, *Fannie Mae*, *Hypo Real Estate*, *Lehman Brothers*, *Northern Rock* и *UBS* које су имале озбиљне финансијске проблеме или били пред банкротом, националне владе су морале да утроше огромна средства како би спречиле колапс европске монетарне уније.

7 Интегрални текст извештаја је доступан на линку: <http://www.icaew.com/~media/Files/Library/subjects/corporate%20governance/financial%20aspects%20of%20corporate%20governance.pdf>.

органима и компанијама у профилисању разумевања значаја и користи-ма које доноси добро корпоративно управљање. Извештај је обиман (90 страница са анексима) и садржи први кодекс корпоративног управљања, тзв. Кодекс најбоље праксе (*Code of Best Practice*), веома језгровито формулисан, на само две странице. На првом месту јасно је успостављен однос између улоге директора (извршних и неизвршних), акционара и ревизора. Кључне одредбе овог извештаја су следеће: управни одбор треба да се састаје редовно, да спроводи пуну и ефективну контролу над компанијом, те да надгледа рад извршног руководства (1.1); неизвршни директори као представници невластничких интереса треба да доносе независне процене о свим питањима која се односе на стратегију, перформансе, ресурсе, наименовања на кључне позиције, као и стандарде руковођења (2.1); уговори о ангажовању директора морају најдуже у року од три године бити предмет сагласности акционара (3.1), а дужност одбора директора је да презентира избалансирану и разумљиву процену позиције компаније (4.1). Такође је предвиђено да директори подносе извештај о ефикасности унутрашње контроле, као и да њихов реизбор не може бити аутоматски.

Међутим, оно што овај извештај чини посебним јесте примена корпоративних правила управљања на бази принципа „примени или објасни“. Наиме, на бази овог принципа компанијама је остављено право избора, или да се повинују, тј. примене принципе стипулисане у кодексима, или, ако то не учине, да објасне разлоге одступања. Овај принцип ће врло брзо бити широко прихваћен, јер оставља компанијама неопходну флексибилност и обезбеђује константан проток информација, што служи као основа за измене у компанијском праву.<sup>8</sup>

Позитивне ефекте примене кодекса КУ бројни носиоци интереса препознају у већој стабилности и бољој тржишној позицији компанија, инвеститори добијају јаснију слику о њиховој финансијској и пословној политици, а одговорност директора је прецизније формулисана те се зато и лакше утврђује. Примена кодекса КУ има за последицу и друге позитивне ефекте: стимулише компаније да прихватају нове стандарде управљања; унапређује се начин рада одбора директора; ефикасније се штите интереси акционара; олакшава се примена законске регулативе. На бази анализе садржаја и примене националних кодекса КУ из 2011. године, Европска комисија је дошла до закључка да, иако кодекси корпоративног управљања нису замишљени да буду средство које „лечи све“ (*to cure-all*), принцип „примени или објасни“ је у пракси успешно положио испит, јер је пре свега укинута могућност да компаније у

8 Björn Fasterling, „Best practices and Better Laws: Corporate Governance Codes in the Member States of the European Union“, *ERA-Forum*, Vol. 6, бр. 3, 2005, стр. 328-351.

случајевима када се не придржавају усвојених препорука то учине без ваљаног објашњења. Међутим, уочене су и одређене слабости у примени овог принципа, пре свега у делу – „објасни“. Наиме, преко 60% компанија које су изабрале опцију да не примењују неку од препорука нису уопште пружиле или су понудиле само уопштена или непотпуна објашњења.<sup>9</sup> Таква пракса је иницирала дебате о ефикасности и модификацији овог принципа са идејом да се везник *или* замени везником *и*, што би аутоматски изменило његов изворни смисао.<sup>10</sup> Међутим, такве иницијативе нису заживеле и компанијама је и даље на располагању могућност да у случајевима када не примењују одређену одредбу из кодекса КУ понуде објашњење односно изнесу разлоге због којих су тако поступиле. Све чешћа је пракса да у таквим случајевима компаније додају и изјаву да имају намеру да спорну одредбу примењују у будућности. Међутим, у неким земљама чланицама као што су Велика Британија и Шведска предвиђени су строжији захтеви у погледу квалитета објашњења. Од компанија котираних на берзама Велике Британије се од 1993. године захтева да обелодањују информације о управљању по принципу „примени или објасни“ и да у припреми дела „објасни“ уважавају два критеријума: први, актуелна пракса мора бити конзистентна са принципом на који се односи одређена одредба кодекса КУ и други, мора бити таква да доприноси добром управљању. У Шведској је дефиниција појма „објасни“ још шира. Наиме, у овој земљи компаније су дужне да јасно известе које правило из кодекса КУ нису примениле, да објасне разлоге за сваки такав случај и да опишу решење које су уместо тога усвојиле. Дакле, није довољно само „објаснити“ зашто неко правило предвиђено кодексом КУ није примењено, већ је потребно понудити детаљну информацију о алтернативним решењима која су у конкретном случају предузета. У Белгији је Комитет за корпоративно управљање објавио практична правила како да компаније пруже оправдане разлоге у случају да нису примениле неку од одредаба кодекса КУ.<sup>11</sup>

На бази искустава земаља чланица које су принцип „примени или објасни“ почеле да користе пре доношења Директиве 2006/46/ЕС, Европски форум за корпоративно управљање (*ECGF*) је у свом Саопштењу од 22.2.2006. године (тачка 2) закључио да ово правило *de facto* води ка бољој пракси корпоративног управљања, али само под условом да

9 Green Paper: The EU corporate governance framework, COM(2011) 164 final (тачка 3.1).

10 У Аустралији се нпр. у извештајима о корпоративном управљању примењује правило „Ако не, зашто не?“ (*If not, why not?*).

11 Доступно на адреси: <http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/Explain%20-%20regels/2012%2002%2017-%20Practical%20Rules.pdf>.

се обезбеди суштинска, а не само формална одговорност компанија за његову примену.<sup>12</sup> По правилу, ова обавеза је прописана, у зависности од земље, компанијским законом, стандардима за котирање друштава на берзама, актима регулаторних органа или одредбама самог кодекса КУ. Тако је на пример правилима берзе у Ослу предвиђено да компаније „морају да у годишњи извештај укључе и извештај о (њиховом) корпоративном управљању који мора бити сачињен у складу са кодексом земље у којој је компанија регистрована или кодексом земље која представља њено примарно тржиште. Уколико не постоји такав кодекс или уколико га компанија не примењује, извештај мора бити сачињен у складу са норвешким кодексом корпоративног управљања“.<sup>13</sup> Са друге стране, у Холандији је прописана обавеза да све холандске компаније котиране на било којем тржишту примењују холандски кодекс КУ. Обрнуто, британским правилима котирања на берзи предвиђен је захтев да све компаније које су котиране у Великој Британији морају усвојити принцип „примени или објасни“ у складу са *British Combined Code*-ом без обзира у којој су земљи регистроване. У овом случају, холандска компанија која је котирана само у Великој Британији мораће да примењује холандски кодекс КУ, јер је регистрована у Холандији, али и британски кодекс КУ зато што је котирана у Великој Британији.

Такође је уочено да су бројни примери наглашено механичког или униформног приступа у доношењу и примени кодекса КУ (тзв. *box-ticking* и *boilerplate* пракса), као и да рад регулаторних и контролних органа по овим питањима није довољно ефикасан. Посебно се упућују критике инвеститорима, јер не посвећују довољно времена и ресурса у циљу успостављања ефикаснијег *ex ante* мониторинга корпоративног управљања компанија са којима послују или са чијим хартијама од вредности тргују.

Иако Кедбери извештај није настао на иницијативу државног органа, па није ни било принудних мера у циљу његове имплементације, одмах по објављивању овог извештаја принцип „примени или објасни“ је унет у правила котирања Лондонске берзе, која је од свих компанија котираних на берзама Велике Британије захтевала изјаву о томе да ли су прихватиле Кодекс најбоље праксе. Убрзо затим су одредбе овог извештаја наишле на позитивне оцене и ван Велике Британије и послужиле као подстрек и путоказ регулаторним органима и компанијама

12 Statement of the European Corporate Governance Forum on the Comply-or-explain Principle, 22.02.2006, доступно на адреси: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain_en.pdf).

13 Доступно на адреси: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf).

на пан-европском и глобалном нивоу.<sup>14</sup> Овај феномен, да један типично национални кодекс постане у кратком року опште мерило доброг управљања, обезбедио је Кедбери извештају значајно место у историји корпоративног управљања.<sup>15</sup>

## 2. Кодекс корпоративног управљања у комунитарном праву

Током прошле декаде интерес за корпоративно управљање је, посебно на тржишту капитала, веома порастао на нивоу Европске уније и њених чланица. Увођење јединствене валуте, слободан проток капитала, роба, услуга и људи широм ЕУ, конкурентски притисак глобализације, увођење нових технологија, приватизација државних предузећа, појачани интеграциони процеси између великих европских корпорација и друге промене су заокупиле пажњу инвеститора, земаља чланица и органа ЕУ у смислу процене које су сличности и разлике између националних пракси корпоративног управљања и какве би оне требале да буду у циљу бржег развоја јединственог и стабилног европског тржишта. Брз развој и примена информационих технологија дали су нову димензију свим овим комплексним променама.

Европска комисија је својом стратегијом под називом „Европа 2020“, *inter alia*, покренула процес у циљу унапређења пословног амбијента ЕУ.<sup>16</sup> У Акционом плану Европске комисије из 2012. године наглашено је да модерни и ефикасни компанијски закони и ЕУ оквир за корпоративно управљање морају бити прилагођени потребама савременог друштва и променама у економском окружењу.<sup>17</sup> Примена ефикасних кодекса КУ може бити један од начина за обуздавање тзв. *stagflation* феномена<sup>18</sup> који је постао Ахилова пета привреда широм света.

Комунитарни оквир корпоративног управљања данас представља комбинацију тврдог права (*hard law*) и меког права (*soft law*) које чине

14 Велика Британија је 2000. године постала прва земља која је усвојила принцип „*примени или објасни*“ као обавезан у правилима котирања *Financial Services Authority*-а који је успостављен *Financial Services and Markets Act*-ом.

15 Више информација о хронологији развоја корпоративног управљања видети код: Morck Randall (ed.), *A History of Corporate Governance Around the World*, Chicago, 2005, NBER.

16 Communication from the Commission: *Europe 2020. A strategy for smart, sustainable and inclusive growth*, COM(2010) 2020 final, стр. 16–17.

17 Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies, COM(2012) 740/2, доступно на адреси: [http://www.ecgi.org/tcgd/2012/documents/121212\\_company-law-corporate-governance-action-plan\\_en.pdf](http://www.ecgi.org/tcgd/2012/documents/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_en.pdf).

18 Појмом *stagflation* дефинишу се два каузално повезана, али супротна тренда – истовремени раст инфлације и пад стопе запослености.



препоруке, стандарди и кодекси КУ.<sup>19</sup> Међутим, како се данас широко примењује правило да котиране компаније као услов за укључивање хартија од вредности на берзанско тржиште морају да донесу или поштују одређени кодекс КУ или кодекс добре корпоративне праксе, онда се примена меког права доводи у питање, јер она више није добровољна, већ обавезна, што је већ одлика права.<sup>20</sup> Дакле, иако принципи корпоративног управљања нису обавезујући у стриктно легислативном смислу, они су писани у тзв. *script-coded* форми која подражава легислативну форму чији је корен у традицији *common law*-а. Управо због танке линије разграничења између меког и тврдог права надлежни органи треба да имају у виду и укажу где се завршава примат законске регулативе, а где почиње примат кодекса КУ. Модерни кодекси КУ су истовремено ослоњени на економски и легислативни систем конкретне земље. Представљају типичан пример регулаторних инструмената који су дизајнирани да стимулишу процес учења пошто позитивна пракса једних временом може постати добар узор другима. Применом добрих кодекса КУ компаније могу брже и ефикасније да успостављају правила која су у складу са принципима савременог корпоративног управљања. Примена кодекса КУ доноси и друге вишеструке користи као што су: стимулисање дебате о питањима корпоративног управљања; подстицање компанија да примењују општеприхваћене стандарде управљања; информације о законској регулативи и пракси управљања у конкретној компанији су брже доступне инвеститорима; надзорна тела могу користити предности *bench marking* метода, а државни органи у фази припреме нових регулативних мера могу имати бољи увид у праксу корпоративног управљања.

У већини земаља чланица кодекса КУ се редовно ажурирају, у неким на *ad hoc* бази, а у појединим земљама су успостављена посебна тела<sup>21</sup> и прописана процедура по том питању. Навешћемо пример Немачке која је сваке године у периоду од 2007–2012. године, са изузетком 2011. године, ажурирала и допуњавала свој кодекс КУ. Дакле, иако су кодекси КУ по својој природи флексибилни, да би испунили своју сврху морају се прилагођавати законским, економским и друштвеним променама земље у којој се примењују.

Дистрибуција тема које спадају у оквир корпоративног управљања између законске регулативе и кодекса КУ варира од земље до земље

19 Видети следећа докумената Европске уније: Директиве 2006/46 ЕС, 2004/109/ ЕС, 2001/34/ ЕС, 2004/25/ЕС и Препоруке Европске комисије 2005/162/ЕС, 2004/913/ ЕС и 2009/385/ЕС.

20 Мирко Васиљевић, „Развој регулативе управљања компанијама и позитивно право Србије“, *Правни живоић*, бр. 11/2010, III, стр. 4.

21 То су нпр. у Великој Британији *Financial Reporting Council*, а у Немачкој *Kodex Commission*.

чланице и зависи од многих фактора, међу којима су особена правна традиција, власничка структура и већ постојећа пракса корпоративног управљања. На нивоу ЕУ се нека питања по правилу регулишу законским одредбама (генерална организација управног одбора, ревизија, процедурална права акционара и др.), док се поједина питања по правилу регулишу кодексима КУ (независност чланова одбора, рад одбора за наименовање и одређивање надокнада, интерна контрола, управљање ризицима и др.). Међутим, постоје одређене разлике у погледу принципа и домена њихове примене стипулисаних у кодексима КУ у земљама са *common law* системом права у односу на земље у којима важи *civil law* систем. Кодекси КУ који се примењују у *common law* системима чешће садрже препоруке које се односе на одбор директора (нпр. раздвајање дужности између председника борда директора и генералног директора), оцена рада одбора директора и оцена начина на које врши прописане дужности), док кодекси КУ у земљама са *civil law* традицијом чешће садрже принципе који се односе на права акционара, улогу запослених и конфликт интереса. Очигледно је да су особености националних система корпоративног управљања и законске регулативе неки од разлога због којих се садржаји кодекса КУ разликују.<sup>22</sup> Овај закључак говори у прилог становишту да постоји јака међузависност између тврдог и меког права у овој области. Пошто ове категорије нису увек јасно разграничене, има и случајева да се из кодекса КУ неко питање, као што је нпр. питање надокнада директора, „пресели“ у законску регулативу, управо под притиском јавности због енормно високих надокнада и бонуса исплаћиваних директорима компанија, који су често расли геометријском прогресијом у односу на примања запослених у истом периоду.<sup>23</sup>

Угледајући се на Кедбери извештај из 1992. године, поједине земље чланице ЕУ су покренуле иницијативу за доношење сличних кодекса на националном нивоу што је представљало прву фазу институционализације ЕУ корпоративног управљања, у време када је Унију чинило мање од половине садашњег броја земаља чланица. Тада

22 Више о томе: Alessandro Zattoni, Francesca Cuomo, „Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives“, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 16, 2008, стр. 1–15.

23 У том контексту треба схватити и правило *say on pay* које се уноси у компанијске законе, а по којем акционари имају право да гласају по питању примања извршних директора. Иако Швајцарска није формално чланица ЕУ, подсећамо да је на референдуму одржаном 3. марта 2013. године (познат као *against rip-off salaries*) са 67,9% подржан предлог да се контролишу примања извршних директора котираних компанија на швајцарској берзи као и да се појача улога акционара по овом питању. Швајцарска влада је у обавези да у року од годину дана ову одлуку имплементира у законску регулативу.

још увек у многим кодексима није био унет принцип „примени или објасни“. У другој фази, између 2001. и 2005. године 17 земаља чланица је усвојило нове кодексе КУ, у периоду који је коинцидирало са великим корпоративним скандалима у Европи и широм света. Нове земље чланице из Централне и Источне Европе су 2007. и 2008. године убрзано усвајале овај сегмент *aquis communautaire*-а, тако да су све земље чланице благовремено усвојиле нове кодексе КУ, јер је рок за објављивање изјаве о корпоративном управљању и примени принципа „примени или објасни“ био 5. септембар 2008. године (осим Ирске, која је усвојила британски *Combined Code*<sup>24</sup> и Грчке која је ову област регулисала законом).<sup>25</sup>

Принцип „примени или објасни“ уведен Директивом 2006/46/ЕС у комунитарно право снажно је подржан од стране Европског форума за корпоративно управљање (*ECGF*) уз аргументацију да је оно „најпodesнији начин да се узму у обзир специфичности сваке компаније“, као и да је овај принцип, „ако се успешно примењује бољи и ефикаснији од стриктне регулативе.“<sup>26</sup> *ECGF* је такође дао препоруку да компаније које су регистроване у једној земљи чланици, а чије се акције котирају у више земаља чланица треба да примењују (бар) један кодекс КУ и да избегавају истовремену примену више различитих кодекса КУ. Државне институције земаља чланица, као и органи ЕУ за сада несумњиво подржавају тезу да би предности кодекса КУ могле бити ослабљене уколико би законска регулатива „преузела“ неке њихове принципе.

Данас је принцип „примени или објасни“ централни елемент и главна техника у примени кодекса КУ у европском систему корпоративног управљања, док се Директива 2006/46/ЕС сматра његовом окосницом. Њеним одредбама су *de facto* унете измене и допуне у три раније усвојене директиве које се односе на годишње извештаје котираних компанија, банака и финансијских институција, као и осигуравајућих друштава. Пре доношења ове директиве Европска комисија је формирала два перманентна консултативна тела са задатком да помажу развој корпоративног управљања и компанијског права. Прво је 2004. године формиран Европски форум за корпоративно управљање (*ECGF*) са

24 *Combined Code* је тачно оно што му име говори – кодекс у којем су комбиноване препоруке тзв. *Cadbury*, *Greenbury* и *Hampel* одбора о корпоративном управљању.

25 За више детаља видети: Risk Metrics Group, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, 23.09.2009, доступно на адреси: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf).

26 Statement of the European Corporate Governance Forum on the Comply-or-explain Principle, 22.2.2006, доступно на адреси: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain_en.pdf).

циљем да убрза приближавање националних кодекса КУ и пружа савете Европској комисији у погледу стратешких питања из ове области. Годину дана касније је формирана Саветодавна група за корпоративно управљање и компанијско право (*Advisory Group on Corporate Governance and Company Law*) ради израде детаљних техничких савета по питању припремања мера које ће се имплементирати у систем корпоративног управљања и компанијског права.<sup>27</sup>

#### а) Директива 2006/46/ЕС

Директивом 2006/46/ЕС је на ЕУ нивоу уведена обавеза да компаније са чијим се хартијама од вредности тргује на регулисаном тржишту<sup>28</sup> у годишњи финансијски извештај укључе и изјаву о корпоративном управљању (*governance statement*) која треба да кореспондира са принципом „примени или објасни“. Европска комисија је на овај начин потврдила опредељење да не инсистира на хармонизацији униформних правила и садржаја кодекса КУ, већ да тежиште ставља на механизме њихове примене. У Великој Британији је Уредбом број 2009 спроведена имплементација Директиве 2006/46/ЕС при чему је у пратећем меморандуму наведено „да њен циљ није да се усвоји европски (ЕУ) кодекс управљања јер би у том случају, због разлика у компанијском закону између земаља чланица, такав кодекс морао предвидети много различитих опција или би био ограничен на апстрактне принципе“ (тачка 7.2). Уместо тога, њен циљ је да се од котираних компанија тражи да на годишњем нивоу објављују разумљиву, дескриптивну изјаву о кључним елементима њиховог система и праксе корпоративног управљања са обавезом да при томе примењују принцип „примени или објасни“.<sup>29</sup> Сам чин објављивања извештаја *per se* повећава одговорност одбора директора према акционарима, инвеститорима и тржишту у најширем смислу. Осим што имају ризик да угрозе своју репутацију, директори могу сносити грађанску одговорност и бити санкционисани уколико изјава садржи неистините чињенице или се са њом покушава обманути јавност.<sup>30</sup>

Данас су у употреби кодекси КУ који се веома разликују по форми и садржају, претежно су резултат оригиналних решења, а ређи је случај

27 Оба ова тела чине невладини експерти различитих профила, а њихови програми рада, стратешки и технички, су комплементарни.

28 Дефиниција појма „регулисано тржиште“ је прописана Директивом 2004/39/ЕС.

29 Доступно на адреси: [http://www.legislation.gov.uk/ukdsi/2009/9780111479032/pdfs/ukdsiem\\_9780111479032\\_en.pdf](http://www.legislation.gov.uk/ukdsi/2009/9780111479032/pdfs/ukdsiem_9780111479032_en.pdf).

30 Eddy Wymeersch, „Corporate Governance Codes and their Implementation“, Financial Law Institute, Working Paper Series, WP 2006–10, 2006, стр. 5.

да су настали применом тзв. *forum shopping* праксе.<sup>31</sup> Треба нагласити да има земаља које су усвојиле већи број кодекса КУ, док су друге усвојиле само по један кодекс КУ. И пре хармонизације која је спроведена наведеном Директивом неке земље чланице су овај механизам већ биле уградиле у националне кодексе КУ, као и компаније које су настојале да садржај њихових модерних кодекса (нпр. у Немачкој и Аустрији) што пре буде доступан америчким и енглеским институционалним инвеститорима,<sup>32</sup> очекујући да ће њихове акције и из тог разлога бити атрактивније и брже постати тзв. *glamour stocks*.

Према члану 46а Директиве, изјава која се односи на корпоративно управљање компанија чије су хартије од вредности котиране на регулисаном тржишту (у складу са Директивом 2004/39/ЕС), треба да чини посебан део годишњег извештаја и да садржи најмање следеће информације:

- 1) у погледу (i) кодекса КУ компаније и/или (ii) кодекса који је компанија добровољно одлучила да примењује и/или (iii) све релевантне информације о пракси корпоративног управљања преко захтева који су одређени националним законима. Када се тачке (i) и (ii) примењују компанија ће такође навести где су релевантни садржаји кодекса јавно доступни, а кад се примењује тачка (iii), компанија ће своју праксу корпоративног управљања учинити такође јавно доступном;
- 2) у којој мери компанија, у сагласности са националним законом, одступа од кодекса наведених у тачкама (a)(i) или (ii), објашњење компаније од ког дела кодекса одступа и разлози зашто тако поступа. Ако је компанија одлучила да не примењује ниједну одредбу кодекса наведених у тачкама (a)(i) или (ii), дужна је такође да наведе објашњење зашто тако поступа;
- 3) опис најважнијих карактеристика унутрашње контроле и система управљања ризицима у односу на систем финансијског извештавања;
- 4) о раду органа акционара, њихових кључних права и начина како се остварују, у случају да ова питања нису регулисана националним законима;

31 European Corporate Governance Institute (ECGI), *Index of All Codes*, доступно на адреси: [http://www.ecgi.org/codes/all\\_codes.php](http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php).

32 Институционални инвеститори су велике организације (као што су банке, финансијске корпорације, осигуравајуће компаније, пензиони фондови, синдикални фондови и сл.) које располажу великим кеш резервама и желе да инвестирају на тржишту хартија од вредности. Тако нпр. на њујоршкој берзи (NYSE) ови инвеститори обављају 70% трансакција.

- 5) састав и рад административних, менаџерских и супервизорских тела и њихових одбора.

Чланом 506 предвиђена је колективна обавеза чланова административних, менаџерских и супервизорских тела да обезбеде да у годишњем билансу, и, ако је посебно предвиђено, у годишњем извештају, изјава о корпоративном управљању буде у складу са чланом 46а и, где је то применљиво, у складу са интернационалним рачуноводственим стандардима у складу са Уредбом број 1606/2002.<sup>33</sup> Ова тела ће деловати у складу са овлашћењима која су им додељена националним законом. Земље чланице су обавезне да својим законима, регулаторним мерама и управним прописима обезбеде да се ова Директива имплементира, као и да усвоје одредбе које се односе на санкционисање у случају кршења усвојених правила, при чему казне „морају бити делотворне, пропорционалне и имати за циљ одвраћање“.

Директивом 2006/46/ЕС је земљама чланицама остављено дискреционо право да изаберу начин на који ће имплементирати обавезу примене принципа „примени или објасни“. Захтев да се изјава о корпоративном управљању садржана у Директиви објављује најчешће је прописан законом или правилима којима се регулише трговина хартијама од вредности или правилима котирања на берзи или позивом на одредбе ако већ постоје у самом кодексу КУ. Директивом су такође одређени „прагови“, изражени у еврима, као и број запослених, који представљају параметре на бази којих се одређује да ли је нека компанија обавезна или не да примењује одредбе ове Директиве.

На бази тога ко је иницијатор или предлагач кодекса КУ могуће је предвидети његов садржај, намену и стриктност примене. Према једној студији која је урађена за потребе Европске комисије предлагачи кодекса се могу генерално сврстати у шест категорија: државни и квази-државни ентитети, берзе, хибридна тела која укључују различите субјекте (берзе, инвеститоре, професионалне и/или научне институције), асоцијације инвеститора, асоцијације компанија и асоцијације директора.<sup>34</sup>

Кодекси КУ земаља чланица се не разликују само по начину имплементације, већ и по садржају који није прописан Директивом. Ипак, може се закључити да између њих постоји више сличности него разлика. На бази резултата компаративне анализе могуће је закључити

33 Regulation (EC) No 1606/2002 of the European Parliament and of the Council of July 2002 on the application of international accounting standards. Касније су уследиле измене у Regulation (EC) No 297/2008.

34 Holly J. Gregory, Robert T. Simmelkjaer, *Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States*, Weil, Gotshal & Manges LLP, 2002, доступно на адреси: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf).

да су најчешће у кодексима КУ заступљене следеће теме: 1) састав одбора директора (избалансиран однос између броја извршних и неизвршних, независних директора); 2) руковођење одбором директора (јасна подела одговорности између председника борда директора и генералног директора); 3) информације (потреба да се одбору директора на време достављају квалитетне информације); 4) именована (увођење формалне и транспарентне процедуре за избор директора); 5) извештавање (балансирано и разумљиво финансијско извештавање), и 6) управљање ризиком.<sup>35</sup>

Кодекси КУ по правилу садрже упутства чију примену карактеришу различити степени одговорности. Упутства могу бити формулисана као општи принципи, који су најчешће обавезни за компаније (а понекад су прописани законом), препоруке, које се примењују по принципу „примени или објасни“, и сугестије – којима се указује како би требало примењивати препоруке или усвајати примере добре праксе. На њих се обично не примењује принцип „примени или објасни“. У неким земљама чланицама се даје могућност мањим компанијама да примењују мањи број препорука (као што је случај у Аустрији, Словачкој или Великој Британији). Кодекси КУ са различитим нивоом упутстава могу бити веома детаљни и прескриптивни, као што је мађарски кодекс, или много мање детаљни и прескриптивни као што је кодекс Луксембурга. Кодекси са једним сетом препорука могу бити веома детаљни и прескриптивни, као што је холандски кодекс; могу бити детаљнији, али мање прескриптивни, као што је француски кодекс; могу бити мање детаљни, али у значајној мери прескриптивни, као што је шпански кодекс или мање детаљни и мање прескриптивни, као што је немачки кодекс.

Компаније су по традицији главни „корисници“ кодекса КУ, које не треба посматрати *in vitro*, већ увек у ширем економском и политичком контексту. Данас су кодекси КУ, по разним основама, предмет директног или индиректног интересовања берзи, инвеститора, акционара, регулаторних органа, ревизора, медија, правосуђа, невладиног сектора и великог броја носиоца интереса. Сви они од компанија очекују примену добре праксе, али у случају када то није случај, анализа примене кодекса КУ може пружити корисне информације о узроцима и последицама насталог проблема, а то је предуслов за проналажење адекватних решења. У међувремену су развијани и кодекси који нису превасходно намењени компанијама, већ и другим тржишним актерима. Навешћемо, *brevitatis causa*, само пример *stewardship code*-а који се односи на институционалне инвеститоре и берзанске посреднике.

35 Niall O’Shea, *Corporate Governance: How we’ve got where we are and what’s next*, Accountancy Ireland, 2005, стр. 33–37.

б) Зелена књиџа „Оквир за корпоративно управљање Европске уније“

Европска комисија је 2011. године објавила Зелену књиџу<sup>36</sup> о ЕУ оквиру корпоративног управљања са циљем да се оцени његова ефикасност у светлу остваривања циљева предвиђених „Агендом 2020“.<sup>37</sup> Комисија је поновила став да је овај оквир комбинација тврдог и меког права, укључујући препоруке и кодексе КУ. У Зеленој књиџи је наглашено да три елемента чине основу за успостављање добре корпоративне праксе: 1) одбор директора (у којем треба да буду неизвршни директори са различитим погледима, знањем и одговарајућим професионалним искуством); 2) акционари (за које је утврђено да су више окренути краткорочном профиту, а мање ангажовани по питањима управљања компанијом), и 3) принцип „примени или објасни“ (који заузима централно место у ЕУ корпоративном оквиру, али чија примена, а посебно контрола примене, није још на потребном нивоу). Зеленом књиџом је обухваћено 25 питања (Анекс 2), која је Комисија поставила са својим коментарима ЕУ институцијама са циљем да формира базу података, мишљења и сугестија, а ради доношења нових мера и препорука које треба да ЕУ оквир за корпоративно управљање учине још ефикаснијим.

У првом поглављу се наводи да би се применом тзв. *groupthink* метода могла повећати ефикасност одбора директора, у којем треба да буде заступљена већа родна равноправност, стручњаци различитих профила, као и припадници различитих националности. Такође су изнети ставови по питањима контроле ризика и директорских надокнада.

У другом поглављу које је посвећено акционарима констатовано је да постоји више разлога за њихово неодговарајуће ангажовање међу којима су кратак период држања акција (који у последњој деценији постаје све краћи тако да је сада просечно време задржавања акција осам месеци),<sup>38</sup> проблеми на релацији принципал – агент (однос инвеститора и њихових *asset* менаџера), конфликт интереса и друге тешкоће у сарадњи са акционарима. Комисија очекује да се акционари више укључе у област корпоративног управљања, које би требало да усмери њихов интерес ка дугорочним перформансама компаније и одрживој висини профита. Такође су обухваћене и друге теме као што су заштита мањинских акционара и право запослених да учествују у *stock capital*-у компаније у којој су запослени.

36 Green paper: The EU corporate governance framework, COM (2011) 164 final.

37 Conclusions of the European Council of 17 June 2010, доступно на адреси: [http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms\\_Data/docs/pressData/en/ec/115346.pdf](http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/115346.pdf).

38 Податак доступан на адреси World Federation of Exchange-a: [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org).



Последње поглавље је посвећено контроли и јачању примене постојећих националних кодекса КУ, а тежиште је стављено на квалитет информација које компаније објављују, као и на рад надзорних тела. Посебно је наглашено да компанијама није дата на располагање опција *no action* када је реч о извештавању и примени праксе корпоративног управљања.

### в) Акциони план Европске комисије из 2012. године

Европска комисија је 2012. године објавила Акциони план под називом „Европско компанијско право и корпоративно управљање – модеран правни оквир за веће ангажовање акционара и одрживих компанија“ са иницијативама и активностима које ће бити предузете у области компанијског права и корпоративног управљања. Главни циљеви наведени у Акционом плану су јачање активности на објављивању података, јачање права акционара, модернизација одбора директора и координација активности земаља чланица у области корпоративног управљања. Нове иницијативе у области корпоративног управљања немају за циљ да мењају досадашњи концепт, већ да га учине ефикаснијим са јачањем интеракције између компанија, њихових акционара и других носилаца интереса. У анексу Акционог плана је наведен преглед иницијатива и ЕУ инструмената који ће бити усвојени и примењивани у наредном периоду. Већина термина за реализацију овог плана је предвиђена у 2013. години.

Европска комисија је у фебруару 2013. године објавила и тзв. *мапу пута (Road map)*<sup>39</sup> са оценама и опцијама могућих решења у циљу побољшања ЕУ оквира корпоративног управљања. У одељку Ц, тачка 2. се наводи могућност да се покрене иницијатива за допуну Директиве 78/660/ЕЕС која садржи правила о изјави компанија о корпоративном управљању (стипулисана у члану 4ба) или путем препоруке или неким од регулаторних инструмената.

## III Принципи корпоративног управљања OECD-а

Принципи корпоративног управљања OECD-а (у даљем тексту – *Принципи*) су прихваћени као светски стандард и поред земаља чланица ове организације користе их и друге земље као и више међународних организација, као што су Светска банка, Међународни монетарни фонд

39 European Commission, Road Map: Enhancing the EU corporate governance framework, 02/2013, доступно на адреси: [http://ec.europa.eu/governance/impact/planned\\_ia/docs/2013\\_markt\\_033\\_corporate\\_governance\\_framework\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/governance/impact/planned_ia/docs/2013_markt_033_corporate_governance_framework_en.pdf).

и др. Већина земаља чланица ЕУ су чланице и *OECD*-а и зато је *prima facie* уочљива подударност ЕУ регулативе и праксе са *Принципима* (или *vice versa*). Ипак, увид у садржај *Принципа*, који су донети пре Директиве 2006/46/ЕС, доприноси бољем разумевању ЕУ праксе и објективнијој оцени њеног места и значаја на глобалном плану.

У уводном делу документа се наглашава да је сврха *Принципа* да помогну владама земаља чланица *OECD*-а, као и земљама које то нису, у њиховим напорима да процене и побољшају правни, институционални и регулаторни оквир за корпоративно управљање, да обезбеде смернице и предлоге за берзе, инвеститоре, корпорације и друге учеснике у процесу развоја доброг корпоративног управљања. *Принципи* су фокусирани како на финансијске тако и на нефинансијске компаније чије су акције котиране на тржишту. Оквир корпоративног управљања зависи од законског, регулаторног и институционалног окружења, а ефикасан систем корпоративног управљања унутар поједине компаније и економије као целине помаже да се достигне степен поверења потребан за правилно функционисање тржишне економије.

*Принципи* су по својој природи еволутивни и треба их посматрати у светлу сталних промена и изазова. Да би постале и остале конкурентне у свету који се мења, компаније морају уносити новине у праксу свог корпоративног управљања и прилагодити је тако да одговоре новим захтевима и изазовима. У истом смислу, владе имају велику одговорност за креирање делотворног регулаторног оквира који пружа довољну флексибилност да омогући ефикасно функционисање тржишта и да истовремено ефикасно одговори на очекивања акционара и других заинтересованих страна.

У првом делу документа су разрађена следећа подручја: I) Обезбеђење основе за делотворан оквир корпоративног управљања; II) Права акционара и кључне власничке функције; III) Равноправан третман акционара; IV) Улога заинтересованих страна; V) Обелодањивање података и транспарентност и VI) Одговорност одбора. У другом делу документа принципи су допуњени напоменама које садрже коментаре чија је сврха да читаоцима помогну да схвате наведену аргументацију. У напоменама су такође дати описи доминантних трендова и алтернативних метода примене принципа као и примери који могу бити од користи у имплементацији и примени *Принципа*.

Посебно треба скренути пажњу на тачку пет (V), у којој је наведено да оквир корпоративног управљања треба да обезбеди да се правремено и тачно обелодањују све материјалне чињенице везане за компанију, укључујући и њену финансијску ситуацију, пословне резултате, структуру власништва и систем управљања компанијом.

Строги режим обелодањивања података унапређује транспарентност и омогућује акционарима да користе своја гласачка права на основу процене поузданих информација. Искуство у земљама са великим и активним тржиштима власничких хартија од вредности показује да обелодањивање података такође може бити моћно средство утицаја на поступање компанија и заштиту инвеститора, а то су предуслови да се одржи поверење у тржиште капитала и привуче нови капитал.

Тачком пет (V) је предвиђено:

- а) Обелодањивање података треба да обухвати, али без ограничавања само на њих, битне податке о следећим питањима: финансијски и пословни резултати компаније; циљеви компаније; структура власништва над акцијама и гласачка права; политика накнада за чланове одбора и кључне руководиоце; трансакције повезаних лица; предвидиви фактори ризика, питања која се односе на запослене и друге заинтересоване стране и структура и политика управљања, посебно, садржај свих правила и процедуре њихове примене.
- б) Информације треба да се припремају и обелодањују у складу са рачуноводственим и стандардима високог квалитета за обелодањивање финансијских и нефинансијских података.
- в) Годишњу ревизију треба да обави независни, компетентан и квалификован ревизор у циљу пружања екстерног и објективног доказа одбору и акционарима да финансијски извештаји непристрасно представљају финансијско стање и резултате пословања компаније.
- г) Екстерни ревизори треба да одговарају акционарима и имају обавезу према компанији да ревизију врше на прописан и професионалан начин.
- д) Канали достављања информација треба да обезбеде равноправан, благовремени и економичан приступ корисника релевантним информацијама.
- ђ) Оквир корпоративног управљања треба допунити делотворним приступом који је усмерен да промовише прибављање анализа или савета од стране аналитичара, брокера, агенција за процену и других, који се односе на одлуке инвеститора, без значајних сукоба интереса који могу угрозити интегритет њихове анализе или савета.

У *Принципима* се на крају наглашава да ће *OECD* пажљиво пратити процес примене свих принципа и благовремено антиципирати и одговорати на нове изазове.

## IV Кодекс корпоративног управљања у Републици Србији

У нашој земљи се бележи значајна активност широког круга актера у изради и примени кодекса КУ који, као део својеврсног меког права, треба уз постојећу законску регулативу да убрзају достизање најбоље праксе у овој области. Поред кодекса КУ који је усвојила Привредна комора Србије 2012. године и кодекса КУ Београдске берзе а.д. из 2008. г., издат је и Кодекс пословне етике 2006. године.

### 1. Кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије

Доношењем Закона о привредним друштвима Србије 2004. године креирани су нови правни институти у нашем компанијском праву, посебно у сфери корпоративног управљања. Године 2006, на бази члана 318 овог закона у правни систем је уведен и институт – кодекс КУ<sup>40</sup> – те је тако и Србија постала једна од земаља које су усвојиле национални кодекс КУ (у даљем тексту – Кодекс). У члану 2 Кодекса је наведено да он представља допуну важећој законској регулативи, али тако да ниједна његова одредба не укида законско правило које исто питање уређује другачије. Чланство у привредној комори Србије је значило аутоматско прихватање Кодекса и никаква додатна изјава о томе није била потребна. Кодекс је био веома обиман, 345 чланова, и писан по угледу на тада примењиване кодексе КУ у земљама ЕУ. Био је подељен у 8 поглавља: опште одредбе, скупштина акционара, управни одбор, орган надзора у друштву, извештавање, ревизија финансијских извештаја, повреда кодекса и прелазне и завршне одредбе. Кодекс је садржавао три врсте правила: 1) законска правила, 2) препоруке или тзв. „примени или објасни“ правила, и 3) предлоге.

Скупштина Привредне коморе Србије (ПКС) је 17. септембра 2012. године донела нови Кодекс корпоративног управљања<sup>41</sup> намењен свим друштвима капитала, што га чини различитим од претходног Кодекса (који је самим тим престао да важи), као и од кодекса КУ великог броја других земаља. Наиме, нови Кодекс је намењен и породичним друштвима, малим и средњим предузећима, као и предузећима у којима је држава власник.

Нови Кодекс садржи две врсте правила:

40 Кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије, *Службени гласник РС*, бр. 1/2006.

41 *Службени гласник РС*, бр. 99/2012.

- 1) препоруке – правила које друштво треба да прихвати и по њима поступа (препознатљиви по употреби речи „треба“); и
- 2) предлоге – правила која се сматрају пожељном праксом (препознатљиви по употреби речи „може“, „требало би“ и сл.).

Препоруке представљају минималне стандарде по којима јавна акционарска друштва треба да поступају, а ако то не учине или не учине на начин предвиђен Кодексом, потребно је да пруже образложење за учињено одступање у оквиру изјаве о примени кодекса КУ у складу са Законом о привредним друштвима.

Кодекс карактерише флексибилност јер даје слободу друштвима да већину правила прилагођавају својим потребама. Такође постоје принципи и препоруке који се примењују само на друштва капитала ако имају одређене карактеристике. Кодексом је предвиђен степености (тро-степености) приступ уређивања материје корпоративног управљања друштва капитала. У првој глави се налазе принципи и препоруке корпоративног управљања који се примењују на сва друштва капитала, а у другој глави су уређена правила намењена већим друштвима капитала. Трећа глава садржи принципе и препоруке само за јавна акционарска друштва при чему су посебно разрађени принципи и препоруке за државу, а посебно принципи и препоруке за саме компаније. Принципи и препоруке садржани у Кодексу нису обавезујући, али се препоручују свим друштвима капитала, а нарочито члановима ПКС. Начин примене Кодекса је такође флексибилан и оставља или могућност директне примене на бази одлука надлежних органа, или могућност израде сопственог кодекса КУ, или могућност доношења других интерних аката. Друштво капитала које не примењује овај Кодекс дужно је обавестити ПКС о кодексу који примењује, као и о месту где је тај кодекс јавно доступан.

Указујемо посебно на значај, имајући у виду актуелну праксу и проблеме у раду јавних друштава, на принцип 27 у којем је предвиђено да друштво треба, а јавно друштво је обавезно, да успостави функцију интерне ревизије. У делу принципа и препорука за државу наведен је принцип по којем је „неопходно да се потпуно раздвоји улога државе као регулатора тржишта и улога државе као члана друштва да би се избегли тржишни поремећаји и да би се омогућила ефикасна тржишна утакмица са приватним сектором (део трећи, принцип број 1).

Детаљна анализа садржаја новог Кодекса несумњиво потврђује да су у њега унети примери најбоље иностране и домаће праксе у области корпоративног управљања, као и актуелна решења из регулативе ЕУ што све упућује на закључак да се ради о модерном и свеобухватном оквиру чија примена омогућује даљи развој корпоративног управљања у Републици Србији.

## 2. Кодекс пословне етике

Привредна комора Србије издала је такође и Кодекс пословне етике<sup>42</sup> са циљем да допринесе обављању пословних активности привредних субјеката у духу пословног морала, добрих пословних обичаја и начела савесности и поштења, као и транспарентности у њиховом пословању. Кодексом пословне етике утврђују се принципи и правила пословне етике који обавезују привредне субјекте, чланове привредне коморе, запослене, чланове органа и лица ангажована по уговорном основу у привредном субјекту као и стране привредне субјекте који послују на територији Републике Србије. Кодекс пословне етике заједно са Кодексом корпоративног управљања представља основ пословне политике привредних субјеката, чланова ПКС. То је јединствен акт и примењује се на целој територији Републике Србије, а примењују га и сви судови части привредних комора зависно од њихове надлежности. У члану 2 је наведено више начела чије се непридржавање сматра повредом правила пословне етике. Посебну бригу о поштовању правила овог кодекса имају привредне коморе, професионална удружења и организације за заштиту потрошача.

Кодексом пословне етике су такође прописане одредбе које се односе на унутрашње односе у привредном субјекту, положај чланова органа привредног субјекта, положај запослених и лица ангажованих на бази уговора, заштита имовине привредног субјекта, однос са потрошачима, однос са добављачима, однос са купцима, однос према финансијерима, однос према власницима, однос са јавношћу и државним органима, заштита слободне конкуренције, заштита животне средине, примена кодекса, надзор над применом кодекса, поступци у случају повреде одредаба кодекса, мере за случај непоштовања кодекса и др. Такође је прописано да је привредни субјект дужан да спроведе одлуку суда части.

## 3. Кодекс корпоративног управљања Београдске берзе а.д.

Регулаторну основу Кодекса Београдске берзе а.д.<sup>43</sup> представљају одредбе Закона о привредним друштвима, Закона о тржишту хартија од вредности, других финансијских инструмената и подзаконских аката Комисије за хартије од вредности Р. Србије као и међународно прихваћених принципа и искустава у пракси корпоративног управљања. Овај Кодекс је пре свега намењен акционарским друштвима чије су акције

42 Службени гласник РС, бр. 1/2006.

43 Овај документ доступан је на адреси: [http://www.ecgi.org/codes/documents/cg\\_code\\_serbia\\_jul2008\\_rs.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_code_serbia_jul2008_rs.pdf).

укључене на неко од тржишта Београдске берзе, али се препоручује и свим другим друштвима која желе да унапреде своју организацију и праксу корпоративног управљања. Правила и принципи садржани у овом кодексу су изражени у препорукама чија се имплементација везује за примену правила „примени или објасни“ и другим одредбама чија је намена да укажу на пожељну праксу корпоративног управљања и начине за ефикасније остваривање циљева препорука. Садржај Кодекса је веома детаљно разрађен, што је од значаја с обзиром на кратак период функционисања берзанског тржишта у нашој земљи и још увек недовољног познавања овог вида пословања у ширем смислу. Котирана друштва на Београдској берзи су суочена са више захтева по питању система управљања него што је то садржано у Кодексу ПКС.

У првом делу – *Основни носиоци корпоративног управљања и регулаторно-организациони оквири њиховог деловања* су разрађени у следећим поглављима: акционари и скупштина друштва, управни одбор, права и обавезе чланова управног одбора, председник управног одбора, награђивање чланова управног одбора, комисије управног одбора, извршни органи друштва, послови надзора и контроле, независни (екстерни) ревизор друштва, секретар друштва, општа акта друштва, ванредни правни послови, спречавање сукоба интереса и повреде забране конкуренције и спречавање и решавање корпоративних сукоба.

У другом делу – *Транспарентности и јавности пословања* детаљно је разрађена политика извештавања, структура и битни елементи периодичних извештаја, извештаји о битним догађајима и дистрибуирање информација.

За друштва чије су хартије од вредности укључене на неко од тржишта Београдске берзе обавеза примене овог Кодекса настаје уколико добровољно, писаном изјавом прихвате његову примену и тада су дужне да у року од два месеца ускладе своју организацију и пословање са препорукама Кодекса. Даље, дужне су да најмање једном годишње усвоје извештај о корпоративном управљању са информацијом о примени препорука Кодекса, или објашњење разлога у случају одступања од њихове примене, али по захтеву Београдске берзе дужне су да достављају и додатне писане информације и извештаје везане за примену одредби Кодекса. Прописана је такође и обавеза саме берзе да редовно прати и извештава о друштвима која су постигла највиши ниво усклађености са правилима Кодекса Београдске берзе а.д, као и информације о значајним одступањима од тих правила.

За очекивати је да ће примена ових кодекса у наредном периоду помоћи компанијама да ефикасно управљају пословањем, да лакше

приступају капиталу и да обезбеде дугорочан и одржив развој. Оквир корпоративног управљања је успостављен и усклађен са стандардима Европске уније и сада предстоји његова пуна примена као предуслов за увођење модерног и ефикасног система управљања у корпоративну праксу.

Mag. *Ivana* RODIĆ

## CORPORATE GOVERNANCE CODE IN EUROPEAN UNION LAW

### Summary

*The corporate governance framework in the European Union is based to a large extent on “soft law”, namely corporate governance codes. Starting with the Cadbury Report in 1992, European Member States launched initiatives to set up similar codes of best practice for their markets. In 2006, Directive 2006/46/EC introduced the requirement for Member State listed companies to publish a corporate governance statement. The statement should include information about which code the company applies, on a comply-or-explain basis. In the cases that companies have not complied with the provisions, then they need to explain the reasons for any non-compliance. The advantage of this method is its flexibility as it allows companies to adapt their corporate governance practices to their specific needs. Consequently, comply-or-explain in general and the quality of “explain” more specifically is one of the top priorities of the European Action Plan on Key Changes to European Company Law and Corporate Governance published in 2012. Serbia has also adopted few codes harmonized with EU corporate governance framework.*

**Key words:** *corporate governance, corporate governance codes, comply and explain principle, soft law.*