

---

# ЧЛАНЦИ

---

УДК 005.21:334.72.021 ; 005.35 ; 347.72.032

др *Владимир* САВКОВИЋ  
доцент Правног факултета Универзитета Црне Горе

## НА РАСКРШЋУ „ТВРДОГ“ И „МЕКОГ“ ПРАВА – САВРЕМЕНИ РЕГУЛАТОРНИ ОКВИРИ КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

### Резиме

*Овај чланак се прејтежно фокусира на све присијуније изв. „меко право корпоративној управљања“ и представља покушај да се анализира његова и ефикасност регулаторних оквира који на њему заснивају настојања да се промовишу и примјене највиши стандарди корпоративној управљања, а у односу на ефикасност традиционално присујних правних инструмената који чине изв. „тврдо право корпоративној управљања“. Ипак, на почетку, имајући у виду њихову недореченост, аутор покушава прецизније да утврди садржину наведених кључних појмова. Коначно, након сprovedене анализе предности и недостатака оба регулаторна присијуа, у чланку се износи закључак како су, независно од тенденције раста обима и значаја инструмената мекој права корпоративној управљања, макар у овом тренутку, регулаторни оквири корпоративној управљања с правом и даље ушемељени на правним инструментима који припадају категорији тврдој права корпоративној управљања. Најзад, изнијет је и став како је, у свијетлу очигледне конвергенције два анализирана регулаторна присијуа, кључно питање данас како пронаћи праву равнотежу при истовременој примјени оба регулаторна присијуа.*

**Кључне речи:** *корпоративно управљање, меко право, тврдо право, добровољна примена, друштвено одговорно пословање, подстиреци.*

## I Увод

Колико је сам термин „корпоративно управљање“ нов у смислу његове глобалне актуелности, толико је, на другој страни, стара и у правној науци дуго присутна проблематика која чини кључни дио садржине овим термином означеног појма. Наиме, компанијско право се бави проблемом управљања компанијама, њиховог односа према субјектима директно заинтересованим за њихово пословање, тзв. „стејкхолдерима“, те изналажењем најбоље структуре органа и система односа унутар и између њих још од појаве првих претеча модерних компанија, почетком 17. вијека.<sup>1</sup> Међутим, ни данас, пола вијека од појаве овог термина у САД-у и пар деценија након његове глобалне промоције, и поред бројних напора у том правцу, сам концепт корпоративног управљања није прецизно уоквирен, тј. његова садржина још увијек није у довољној мјери усаглашена у стручној и научној јавности, чему у значајној мјери доприноси и чињеница да исти већ деценијама није предмет анализе само компанијског права, већ и низа других сродних правних дисциплина, попут берзанског и права хартија од вриједности, али и других друштвених наука, попут економије и социологије.<sup>2</sup> Но, како циљ овог чланка није још један покушај дефинисања појма корпоративног управљања, у даљем тексту ћемо се задржати на горе означеном, централном и вјероватно најмање спорном дијелу садржине тог концепта. На другој страни, пак, овим чланком биће учињен покушај да се у мјери могућег направи осврт на то у којим се правцима данас претежено усмјеравају кључне регулаторне иницијативе и да се са становишта њихове актуелне и потенцијалне дјелотворности на плану имплементације осмишљених стандарда и унапређења система корпоративног управљања уопште, направи анализа два кључна приступа у

1 Као прва модерна компанија у литератури се најчешће наводи Источно-индијска компанија, која је 1600. године основана краљевском повељом, којим документом су јој гарантована и ексклузивна права трговине између Енглеске и земаља које се налазе источно од Рта добре наде. Ова компанија, наиме, прва је која је имала структуру, односно начин управљања налик савременим концептима који почивају на принципу одвојености власничке од управљачке функције. Вид. Мирко Васиљевић, *Корпоративно управљање – њивни аспект*, Београд, 2007, стр. 19.

2 Глобална промоција овог концепта и стварање својеврсног покрета за израду националних кодекса корпоративног управљања широм свијета се најчешће веже за објављивање тзв. „Кадбуријев извјештај“ (*Cadbury Report – Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*), који је добио име по предједавајућем тијелу које га је и сачинило под окриљем Лондонске берзе. Овај је извјештај убрзо постао и данас, заједно са неколико накнадно сачињених, представља интегрални дио Кодекса корпоративног управљања Лондонске берзе, а извршио је и кључни утицај на сличне кодексе донијете широм планете након тога. Вид. Klaus J. Hopt, „Oxford Handbook of Comparative Law – Chapter 36“, у: Mathias Reimann, Reinhard Zimmermann (eds.), *Comparative Company Law*, New York, 2008, стр. 1182.

том смислу. Једног који се ослања на тзв. „меко право“ и прокламовану дјелотворност истог у савременим условима пословања и другог који се, полазећи традиционалних регулаторних механизма, претежно ослања на непосредно обавезујући карактер тзв. „тврдог права“. Претходно, да би у анализу ефикасности једног, односно другог приступа проблему имплементације жељених стандарда корпоративног управљања уопште ушли, потребно је осврнути се и на то шта конкретно значе кључни појмови једног и другог приступа, меко, односно тврдо право корпоративног управљања, те које врсте норми и регулаторних инструмената од оних којима се у пракси регулише ова материја један, односно други појам обухватају.

## II Што је тврдо, а што меко право у савременом корпоративном управљању?

Како је појам тврдог права практично настао као посљедица појаве термина, односно појма меког права,<sup>3</sup> то ћемо на овом мјесту прво покушати да утврдимо садржину овог другог, контроверзнијег од два појма. Иако на први поглед то може дјеловати као релативно лак задатак, посебно ако се наступа са стриктно позитивистичког становишта, ријеч је, ипак, о осјетљивом и не толико једноставном питању. Наиме, у литератури се могу срести читаве студије, па самим тим и различити приступи проблематици дефинисања меког права, те разграничења између меког и тврдог права, на једној страни, али и меког права и политичких декларација, докумената и других врста „неправа“, на другој страни. Ипак, уз сав ризик од претјеране генерализације, изгледа како се већина становишта могу сврстати у двије супротстављене категорије, под једним од два суштински различита приступа овом питању или, пак, негдје између, при чему остају претежно наслоњени на један од два супротстављена доктринарна полазишта.<sup>4</sup> Први од ова два приступа, који се најчешће означава као позитивистички (понегдје и нормативи-

3 Што макар на први поглед дјелује апсурдно, имајући у виду чињеницу да је само меко право неупоредиво млађе, тј. да су норме које га данас „отјелотворују“ и правни инструменти у којим су исте садржане постали суштински „видљиви“ тек након Другог свјетског рата, а у материји корпоративног управљања и деценијама након његовог окончања.

4 Вид. Gregory Shaffer, Mark A. Pollack, „Hard vs. Soft Law: Alternatives, Complements and Antagonists in International Governance“, *Minnesota Law Review*, Vol. 94/2010, стр. 712–717; Andrew T. Guzman, Timothy L. Meyer, „International Soft Law“, *Journal of Legal Analysis*, Vol. 2, No. 1/2010, стр. 174; Jan Klabbbers, „The Undesirability of Soft Law“, *Nordic Journal of International Law*, No. 67/1998, стр. 381–391; Timothy L. Meyer, „Soft Law as Delegation“, *Fordham International Law Journal*, Vol. 32, No. 3/2009, стр. 899–896; David Kinley, Junko Tadaki, „From Talk to Walk: The Emergence of Human

стички), у основи полази од тога да је право само она норма која јесте, односно може бити непосредно обавезујућа, те чија се примјена, макар у теорији, може постићи и принудним путем, тиме, у крајњој линији, доводећи у питање и само становиште да се меко право, односно било какво правило понашања које не може имати обавезујући карактер, те чија се примјена не може постићи и принудним путем уопште и може третирати као облик права. Дакле, овдје се суштински критеријум разликовања између „права“ и „неправа“ налази у обавезујућем, принудном карактеру код једне и недостатку истог код друге врсте норми, односно права. Други приступ, као својеврсни антипод претходном, могао би се означити као конструктивистички или, пак, функционалистички. Занемарујући као критеријум разликовања питање почетног обавезујућег карактера норми, па и „опскрбљеност“ санкцијом као механизмом принуде, овај приступ полази од тога да је кључно колико су поједине норме, односно општи акти у којима су исте садржане *de facto* дјелотворни, анализирајући степен њихове примјењености након протека одређеног временског периода, што, у крајњем исходу, може довести и до тога да се, управо у складу са овим приступом, поједине норме чија примјена није обавезна, а карактерише их висок степен добровољне примјене, могу третирати као тврдо право, док би се по принципу логичког закључивања *argumentum a contrario* поједине норме императивног карактера, које без обзира на њихову правну природу карактерише низак степен примјене у пракси, могле условно сврстати у меко право.

Уз наведено, потребно је имати у виду и то да специфичан развој регулаторних оквира корпоративног управљања у кључним правним системима данашњице, те „богатство“ облика и различити механизми примјене општих аката којима су нормативно разрађени бројни стандарди корпоративног управљања додатно усложњавају питање дефинисања, односно разграничења између меког и тврдог права у тој области. Конкретније, „компликације“ су почеле још од горе поменутог Кадбуријевог извјештаја и наставиле су се преко низа сличних докумената који су се јавили као својеврсна реакција на његову појаву, не само у Енглеској, већ и другим земљама англоамеричког, али и европскоконтиненталног цивилизацијскоправног круга.<sup>5</sup> Затим су, опет почевши од Енглеске, у једном броју земаља ти стандарди корпоративног управљања

Rights Responsibilities for Corporations at International Law“, *Virginia Journal of International Law Association*, Summer 2004, стр. 931–1023.

5 У питању су бројни кодекси корпоративног управљања, препоруке за најбољу праксу у тој области и друге сличне форме докумената који се усвајају од стране, привредних комора, банкарских асоцијација, професионалних удружења, међународних организација и *ad hoc* тијела. Више: Klaus J. Hopt, „Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation“, *American Journal of Comparative Law*, 2011, стр. 12.

дјелимично инкорпорирани у берзанске правилнике о котацији, а велики дио њих је прерастао у кодекс корпоративног управљања који су усвајани од стране разних струковних и других удружења. У САД-у, на другој страни, модел закони, популаран и уобичајен модел промоције нових правних стандарда и регулаторних рјешења, добили су своју примјену и у материји корпоративног управљања.<sup>6</sup> Међутим, и поред праве пролиферације правних инструмената на пољу уређења материје корпоративног управљања, али и све учесталије употребе термина меко, односно тврдо право, у овом тренутку још увијек немамо у стручној јавности искристалисану и широко прихваћену подјелу регулаторних инструмената на једну, односно другу категорију. Неки од узрока томе налазе се у чињеници да је ријеч о питању релативно новијег датума, односно у непридавању одговарајућег значаја самој проблематици. Међутим, један од кључних разлога, сматрамо, лежи и у чињеници да се подјела на тврдо и меко право у области корпоративног управљања често прећутно и без претходне анализе, поистовјећује, односно изједначава са подјелом на законску и саморегулативу, тј. алтернативну регулативу у овој области, што у свијетлу карактеристичне природе појединих регулаторних инструмената, управо оних који на нормативном плану отјелотворују најсавременије стандарде корпоративног управљања, чини претпоставку коју је, ипак, потребно преиспитати прије него што се иста прихвати као полазиште у анализама различитих регулаторних концепата корпоративног управљања. Наиме, недуго након глобалне промоције концепта корпоративног управљања и успјеха у скретању пажње кључних субјеката међународне стручне јавности на њега, не чекајући реформу позитивноправних оквира, а желећи да у условима оштре глобалне конкуренције одрже интересовање инвеститора за улагање у компаније чије се акције котирају на њима, велики број најзначајнијих свјетских берзи је у своја правила о котирању дјелимично или у цјелини инкорпорирао сопствене, односно кодекс корпоративног управљања сачињене и препоручене од стране националних регулатора или кључних пословних удружења. Начини на које се покушава обезбиједити примјена кључних стандарда корпоративног управљања садржаних у овим кодексима варирају од објављивања имена компанија које препоручене стандарде корпоративног управљања не примјењују, што је пракса јапанских берзи,<sup>7</sup> преко примјене позна-

6 Употребу ове врсте правних инструмената у промовисању и имплементацији модерних стандарда корпоративног управљања, охрабрила је директно и Европска комисија у познатом извјештају на ту тему из 2002. године, који је под њеним окриљем сачинила Висока група експерата за компанијско право и који се најчешће означава по презимену председавајућег те групе (2002 Final Report of the Group on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe – Winter report).

7 Вид. Klaus J. Hopt, „Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation“, стр. 11.

тог концепта „примијени или објасни“,<sup>8</sup> те Лондонске берзе, на којој је тај концепт „дорађен“ на начин да се одређени стандарди безусловно морају испоштовати од стране компанија које се котирају на берзи, а под пријетњом скидања са котације,<sup>9</sup> па све до САД-а, гдје је већ читаву деценију на снази тзв. „*Sarbanes-Oxley Act*“,<sup>10</sup> федерални закон који на императивној основи обезбеђује примјену строгих стандарда корпоративног управљања, допуњавајући на тај начин традиционалне принципе који су већ одавно инкорпорирани у компанијске законе. Коначно, уколико ове моделе имплементације стандарда корпоративног управљања сагледамо у свијетлу раније назначених приступа, односно критеријума разликовања меког и тврдог права, видјећемо да став о томе како се подјела на законску и саморегулативу, тј. државно и аутономно право нужно преклапа са подјелом на тврдо и меко право у материји корпоративног управљања, ипак, није затворен за сваку расправу. Примјера ради, иако су берзанска правила о котирању аутономно право и условно се могу убројити у алтернативне облике регулације стандарда корпоративног управљања, правна природа норме чија диспозиција експлицитно упућује на поштовање стандарда корпоративног управљања, а санкција на могућност губитка права на котирање њихових хартија за компаније на које се ова диспозиција односи, сматрамо, може се проблематизовати са становишта њеног *a priori* сврставања у корпус меког права корпоративног управљања. Чак и одредба у склопу горе назначеног концепта, тј. механизма унапређења корпоративних стандарда по принципу

8 Овај концепт подразумеива да поступање у складу са промовисаним стандардима корпоративног управљања није формално обавезујуће за компаније чије се акције или друге серијске хартије од вриједности котирају на берзи која је те стандарде прокламовала, али да су те компаније, у случају да не испоштују ове стандарде, дужне објављивати периодичне извјештаје у којима ће уз, констатацију ове чињенице, износити и своје образложење исте. Вид. Klaus J. Hopt, „Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation“, стр. 12.

9 Вид. Geoffrey Morse, Stephen Girvin, Sandra Frisby, Alastair Hudson, Richard Morris, *Charlesworth's Company Law*, London, 2005, стр. 393.

10 Закон о реформи рачуноводства јавних компанија и заштити инвеститора (енгл. *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act*), у широј јавности познатији под називом *Sarbanes-Oxley* закон, је савезни амерички закон усвојен још 2002. године, након низа скандала са корпоративним финансијским извјештавањем, од којих је најпознатији онај са компанијом „*Enron*“, а који су открили значајне недостатке у транспарентности и ефикасности рачуноводствених пракси, финансијске контроле и извјештавања у компанијама чије се акције котирају на Њујоршкој берзи. Њиме су бројни, до тог тренутка само препоручени стандарди корпоративног управљања, посебно у назначеним областима, инкорпорирани у законску регулативу САД-а и учињени непосредно обавезујућим за сва јавна друштва. Вид. Мирко Васиљевић, *нав. дело*, стр. 258; Владимир Савковић, „*Sarbanes-Oxley Act* – кључни инструмент реформе америчког система корпоративног управљања покренуте банкротом *Enron*-а“, *Зборник Правној факултетна Универзитетна Црне Горе*, бр. 37/2008, стр. 293–303.

„примијени или објасни“, којом је у оквирима аутономне берзанске регулативе за друштва која не примјењују или само дјелимично примјењују одговарајуће стандарде корпоративног управљања установљена обавеза објављивања и образлагања те чињенице, у сврху оvdје проблематизованог разврставања и у контексту храбријих теоријских приступа, може се условно третирати као врста санкције, тј. квази-мјере безбједности, наравно, опет на нивоу аутономног права. Стога је ове и сличне примјере потребно узети у обзир приликом дефинисања појмова меког и тврдог права корпоративног управљања, односно анализе кључних концепата у имплементацији најзначајних стандарда у овој области.

Коначно, имајући у виду потребу прецизнијег одређења појма меког права у сврху анализе која слиједи, то ћемо и учинити, задржавајући се претежно на позицијама традиционалних доктринарних становишта. Кључни разлог томе, међутим, не налази се у прихватању једне, односно неприхватању друге доктрине. Штавише, како је суштински ријеч о питању дефиниције учињене сходно одређењу за један или други вриједносни критеријум као крајњим исходиштима једног, односно другог теоријског приступа, то се питање објективног избора, у принципу, не може ни поставити. Разлог одређења за претежно ослањање на традиционална доктринарна схватања лежи у прагматичном приступу аутора, тј. увјерењу да тако орјентисана дефиниција, макар у актуелном стадијуму развоја правне мисли, може обезбиједити схватљивији и прецизнији основ разврставања, што је предуслов да анализа једне, односно друге групе по том основу сврстаних правних инструмената пледира на то да буде и практично употребљива.

Дакле, у даљем тексту, не одричући меком праву корпоративног управљања и сам карактер права, под овим појмом подразумијеваћемо необавезујуће правне инструменте, тј. необавезујућа правила која су у њима садржана, правила чија примјена није обезбијеђена ни државним, али ни санкцијама из норми аутономног права, а која су по својој природи упућујућег и појашњавајућег карактера, када је у питању примјена непосредно обавезујућих правних норми, односно промотивног, анимирајућег и охрабрујућег карактера, када је у питању примјена нових, обавезујућим правилима, нормативно необликованих стандарда у области корпоративног управљања. На другој страни, под тврдим правом корпоративног управљања подразумијеваћемо непосредно обавезујуће правне норме које регулишу материју корпоративног управљања, чија је примјена, без обзира да ли исте спадају у државно или аутономно право, у мјери у којој је то практично могуће, обезбијеђена одговарајућом санкцијом.

Из свега наведеног можемо извући закључак да границу између тврдог и меког права корпоративног управљања није једноставно из-

вести на теоријском нивоу. Тај задатак, међутим, не постаје мање сложен ни када пређемо на практични ниво и разврставање конкретних норма и правних инструмената који третирају ову материју. Ипак, слиједећи вриједносне критеријуме на којима почивају горе представљене дефиниције, а у сврху даље анализе, под тврдим право корпоративног управљања подразумеваћемо законе и подзаконске опште акте, тј. државно право у овој материји, као и норме аутономног права које на нивоу бројних правила различитих организација непосредно обавезују саме чланове тих организација на поштовање нормативно уобличених стандарда, попут горе поменутих правилника о котацији и других општих аката берзи. Под меким правом корпоративног управљања подразумеваћемо различите кодексе корпоративног управљања усвојене од стране међународних организација, привредних комора, удружења послодаваца, односно потрошача, берзи и регулаторних агенција, модел законе и друге сличне правне инструменте чија примјена није формално обавезујућа, већ се исти у погледу проналаска мотивације за њихову примјену ослањају на моралну обавезност, односно процјену економске исплативости поштовања њима утврђених стандарда.

### **III На раскршћу тврдог и меког права корпоративног управљања**

У овом дијелу, полазећи од темеља постављених подјелом из претходног, прије свега, остаје нам да видимо да ли постоје, те, уколико заиста постоје, који су то конкретни подстреци, мотиви за прихватање правно необавезујућих, али различитим правним инструментима препоручених стандарда корпоративног управљања, као и то да, уколико таква мотивација представља реалан фактор примјене ових стандарда, покушамо утврдити степен успјешности таквог приступа у најширем смислу, посебно у поређењу са приступом који се претежно ослања на оне инструменте које смо већ сврстали у тврдо право корпоративног управљања. Поред тога, провјерићемо да ли ова, као и неке раније анализе рађене у земљама које припадају англоамеричком цивилизацијскоправном кругу,<sup>11</sup> указује на то да механизми добровољне примјене савремених стандарда корпоративног управљања, не занемарујући њихов укупан учинак, најдинамичнију примјену, односно покушаје примјене данас доживљавају у пракси унапређења и примјене концепта друштвене одговорности компанија, по некима сегмента, а по другима засебног кон-

11 Владимир Савковић, „Друштвена одговорност компанија“, *Правни живоић*, бр. 12/2009, стр. 425–436.



цепта произишлог из концепта корпоративног управљања, као његова логична посљедица у ширем контексту услова савременог пословања.<sup>12</sup> Штавише, у прилог овој тврдњи, већ у самом старту, иде и то да се значајан дио расправа о механизмима добровољне примјене стандарда корпоративног управљања сријеће управо у литератури која се превасходно бави концептом друштвене одговорности компанија, односно његовим практичним аспектом.

Да би смо анализирали на које је све начине мотивисана или је, пак, уопште могуће мотивисати једну просјечну компанију према којој су усмјерени различити облици меког права корпоративног управљања да исте испоштује, тј. примијени,<sup>13</sup> сматрамо, потребно је као основни критеријум узети примарни мотив пословног субјекта, његов *raison d'être*, успјешно пословање. Са становишта акционара, успјешно пословање у директној је позитивној корелацији са максимализацијом профита друштва, док се у савременим условима пословања, са становишта саме управе друштва, то правило може проблематизовати у појединим ситуацијама, и то најприје када су отворена акционарска друштва у питању.<sup>14</sup> Но, овдје нећемо улазећи детаљније у анализу тих питања, зато што сматрамо да поменуто, али и слична одступања у виду различитих гледања на есенцију појма успјешног пословања,<sup>15</sup> ипак, не могу

12 Вид. Michael Kerr, Richard Janda, Chip Pitts, *Corporate Social Responsibility: a legal analysis*, Markham, 2009, стр. 19–22.

13 Када говоримо о просјечној компанији према којој су усмјерени различити облици корпоративног управљања, наравно, превасходно је ријеч о отвореним акционарским друштвима, чије се акције котирају на берзи, што је још један аргумент у прилог тврдњи да је модерни концепт корпоративног управљања настао као израз потребе да се заштите инвеститори, како институционални, тако и они мали, непрофесионални инвеститори у акције и корпоративне обвезнице које представљају тржишни материјал на берзама хартија од вриједности, односно потребе да се задржи и подстакне њихово инвестиционо интересовање.

14 Као што је познато, интереси акционара се нужно не поклапају са интересима управе у великим акционарским друштвима, која се карактеришу одвајањем власничке од управљачке и пословне функције. Док је првима краткорочна максимализација профита и његово претварање у дивиденду кључни интерес, дотле је другима неријетко интерес да тај профит буде усмјерен у даље инвестиције и развој компаније, што у кратком и средњем року може да води и до пада профитабилности ових компанија. Вид. Мирко Васиљевић, *нав. дело*, стр. 61.

15 Наиме, поред акционара и управе, код савремених корпорација, на један или други начин, присутне су и друге категорије субјеката заинтересованих за пословање друштва, попут запослених, пословних партнера, клијената, припадника локалне заједнице, које најчешће називамо стејкхолдерима, термином преузетим са енглеског говорног подручја. Стога би успјешност пословања друштва, још више се удавајући од традиционалних схватања, могли, у крајњем исходу, посматрати и са ширег друштвеног аспекта, као допринос заштити интереса наведених групација, односно допринос друштвеном прогресу уопште. Вид. Alen Neal, „Corporate social

у довољно значајној мјери утицати на примарну мотивацију компанија у погледу добровољне примјене савремених стандарда корпоративног управљања, па самим тим ни значајније угрозити основаност у даљем тексту изнијетих ставова.

Говорећи, у смислу претходно реченог, о меком праву корпоративног управљања, односно подстицајима за његову добровољну примјену, најбоље је почети са најочигледнијим и најчешће потенцираним мотивационим фактором. У САД-у и земљама Европске уније, већ пар деценија уназад, вршена су истраживања која указују на пораст утицаја који имиџ компанија у погледу исказане друштвене одговорности и добровољне примјене формално необавезујућих стандарда корпоративног управљања има приликом одлучивања крајњих потрошача за производе и услуге тих компанија, а самим тим и на свеукупно побољшање њиховог пословног резултата, те да, сходно томе, расте и број компанија које поменуте стандарде у значајном дијелу добровољно примјењују.<sup>16</sup> Стога се оваква истраживања, односно резултати истих морају третирати као реалан показатељ да позитиван однос различитих удружења потрошача, локалне и шире друштвене заједнице према компанијама које добровољно примјењују меко право корпоративног управљања може представљати снажан мотивациони фактор компанијама, односно да то већ јесте у поменутим и срединама са сличном потрошачком и корпоративном културом. Но, овдје се пред иоле пажљивијег посматрача поставља још једно питање. У ком правцу ова мотивација дјелује? У правцу постизања објективно високог степена исказане друштвене одговорности или, пак, превасходно у правцу креирања таквог имиџа, без обзира на реално стање ствари? Наиме, одређени аутори указују и на то како најбољи имиџ у овом погледу неријетко имају управо компаније које највише улажу у маркетинг и промоцију сопствених активности на плану друштвене одговорности и примјени тзв. „најбоље праксе“ у сфери корпоративног управљања, а не оне компаније које у реалности предњаче на том плану.<sup>17</sup> То говори у прилог овдје изнијетим сумњама у неупућеност и још увијек недовољну организованост самих стејкхолдера, локалних и ширих заједница, када је праћење, процјена квалитета и стимулација ових активности у питању. Истини за вољу, потребно је нагласити и чињеницу да је неспорна тенденција раста

responsibility: Governance gain or laissez-faire figleaf?“, *Comparative Labor Law and Policy Journal*, summer 2008, стр. 445–446.

16 Вид. Jan Wouters, Leen Chanet, „Corporate human rights responsibility: A European perspective“, *Northwestern University Journal of International Human Rights*, summer 2008, стр. 11–14.

17 Вид. Joe Pitts, „Corporate social responsibility: Current status and future evolution“, *Rutgers Journal of Law & Public Policy*, spring 2009, стр. 374.

свијести код просјечног човјека о значају и могућностима подстицања примјене стандарда корпоративног управљања виших од оних закона прописаних, а кроз праћење, формирање и потенцирање имиџа компанија у том сегменту.<sup>18</sup> Међутим, горе изнијета чињеница о недовољној упућености и организованости стејкхолдера, макар у овом тренутку, стоји и представља реалну препреку постизању већег степена дјелотворности меког права корпоративног управљања.

На пољу примјене стандарда корпоративног управљања чији је циљ заштита и унапређења животне средине такође су вршена одређена истраживања. Иста су показала да постоји одређена корелација између „пријетње“ у виду евентуалног усвајања обавезујуће законске и подзаконске регулативе у области одлагања хемијског отпада и строгих стандарда одговорности за загађење и причињену штету уопште, на једној, односно добровољног прихватања пракси препоручених у склопу посебних програма чији је циљ укупно подизање еколошких стандарда у хемијској индустрији, на другој страни.<sup>19</sup> Истини за вољу, без обзира на краткорочно смањење прихода и добити узрокованих улагањем у примјену нових технологија и процедура одлагања отпада и заштите животне средине, и ова истраживања су показала да су посматране компаније у средњем року имале и значајних економских користи као резултат уведених промјена. Ипак, вјерујемо како је примарни мотив за примјену нових технологија и процедура у заштити животне средине, макар у овим случајевима, био већ назначени страх од увођења ригорозније законске регулативе и посебно од поштравања режима одговорности потенцијалних загађивача у склопу ње. Стога, саму потребу предупређивања трошкова прилагођавања новој и од добровољних стандарда увијек прецизнијој и сложенијој за примјену законској и подзаконској регулативи можемо сматрати још једним од значајних и у пракси, мишљења смо, недовољно искоришћених подстицаја за добровољну примјену меког права корпоративног управљања.

У литератури се као један од најчешће потенцираних мотива компанија да добровољно примијене препоручене стандарде корпоративног управљања, и то првенствено у области финансијског извјештавања, дијелу који представља саму срж ових стандарда данас, истиче потре-

18 Као најзначајнији фактори у том смислу наводи се убрзан развој комуникационих технологија и тзв. „друштвених мрежа“ на Интернету, децентрализација електронских медија и друге „погодности“ онога што често називамо Трећом индустријском револуцијом. Вид. Kevin T. Jackson, „Global corporate governance: Soft law and reputational accountability“, *Brooklyn Journal of International Law*, бр. 35/2010, стр. 85–86.

19 Вид. Madhu Khanna, Lisa A. Damon, „EPA’s Voluntary 33/50 Program: Impact on Toxic Releases and Economic Performance of Firms“, *Journal of Environmental Economics and Management*, Volume 37(1), January 1999, стр. 1–26.

ба задржавања повјерења инвестиционе јавности у пословну политику компаније о чијим је финансијским извјештајима ријеч. Тако се, примјера ради, истиче да компаније могу добровољно примијенити стандарде финансијског извјештавања више од оних установљених законом и правилима регулаторних агенција, зато што би се високи менаџмент могао водити логиком да би непознавање инвестиционе и шире јавности са типом информација које конкурентске компаније већ објављују могло изазвати сумње и представљати сигнал потенцијалним инвеститорима у хартије од вриједности тих компанија да њихов менаџмент прикрива негативне информације о финансијском пословању компаније. Сходно томе, финансирање инвестиционих и других пословних активности компаније кроз прикупљање свјежег капитала на тржишту хартија од вриједности било би у значајној мјери отежано.<sup>20</sup> Када је овај облик подстицаја примјене меког права корпоративног управљања у питању, иако очигледно постоји рационално образложење на основу којег би се његов значај могао потенцирати, чини се да је више примјера из праксе који говоре у прилог његовој недјелотворности. У том смислу, с обзиром на правни систем у којем су се та дешавања одиграла,<sup>21</sup> посебно је индикативно навести и примјер већ помињаног америчког закона („*Sarbanes-Oxley Act*“), насталог као посљедица бројних недостатака којим се систем финансијског извјештавања компанија котираних на берзи карактерисао, а који је тај систем управо и трансформисао, тј. превео из сфере претежно аутономне, гдје се до тада налазио, у сферу претежно законске регулативе, последице познатог случаја банкрота „Енрон“-а и кризе коју је тај стечај покренуо.<sup>22</sup> Штавише, и сами аутори који потенцирају значај овдје анализираних подстицаја за добровољну имплементацију стандарда корпоративног управљања у сегменту унутрашње финансијске контроле и финансијског извјештавања, истичу како је дјелотворност истог ограничена тиме да већина компанија посебно води рачуна да у јавност не изнесе детаље свог финансијског пословања који могу указати конкуренцији на будуће пословне планове, што су, на другој страни, управо детаљи који су потенцијалним инвеститорима међу најзначајнијим,<sup>23</sup> док други, додатно разрађујући ову тезу, као снажан „одвраћајући фактор“ у односу на добровољно финансијско извјештавање од стране циљаних компанија наводе и бројне

20 Anita Indira Anand, „An Analysis of enabling vs. mandatory corporate governance: Structures post-Sarbanes-Oxley“, *Delaware Journal of Corporate Law*, бр. 31/2006, стр. 235–236.

21 Ријеч је, наравно, о водећем правном систему по питању развоја, али и унапређења система корпоративног управљања.

22 Видети фусноту бр. 10.

23 А. I. Anand, *нав. дело*, стр. 237.

трошкове, директне и индиректне природе, повезане са усвајањем такве праксе.<sup>24</sup> Коначно, ова критичка сагледавања додатно су поткријепљена чињеницама чији смо данас непосредни свјedoци, крајње „разноврсно“ праксом добровољног објављивања финансијских извјештаја, као и постојањем значајног броја компанија подвргнутих операционализацији овдје описаног концепта „примијени или објасни“ које су и даље склоније томе да објашњавају разлоге непримјене, него да препоручене кодексе корпоративног управљања без изузетака примјене.

Настављајући анализу приступа који се заснива на добровољној примјени стандарда корпоративног управљања, осим оних недостатака који су наведени непосредно у контексту горе представљених предности, тј. подстицаја које овај систем даје компанијама, можемо примјетити постојање још једног броја значајних недостатака. Тако, примјера ради, норме које спадају у меко право, по правилу, мање су прецизне и правно-технички дотјеране од оних из законских текстова, па их је у том смислу теже тумачити и имплементирати. Сходно томе, неспорна је и чињеница да различита тумачења, односно висок степен „разноврсности“ у примјени истих стандарда корпоративног управљања може допринети стварању конфузије, посебно у лаичкој јавности, те практично онемогућити креирање и примјену јединствених стандарда квантификације и контроле достигнутог нивоа примјене. Поред тога, чињеница је да је ниво заинтересованости јавности, па самим тим и степен изложености њеном суду, односно суштинске условљености истим знатно нижи код једних, односно виши у другим привредним гранама.<sup>25</sup> Стога, без обзира што, како тврдо, тако ни меко право корпоративног управљања не праве ту врсту разлике, остаје чињеница да су механизми, тј. подстреци на којима меко право заснива своју примјену, у знатно већој мјери од тврдог права такви да оним компанијама које су мање интересантне и изложене суду јавности остављају значајан простор да ту примјену избјегавају.

24 Један о таквих трошкова, специфичних у односу на ситуације у којима се примјењују стандарди једнако обавезујући за све, јесу и трошкови редовног и детаљног праћења конкуренције, са циљем да се не заостаје за њом, али и са циљем да се не објави, тј. не открије више информација него што је то објективно потребно да би се одржао корак са конкуренцијом. Вид. Réal Labelle, „The Statement of Corporate Governance Practices (SCGP)“, *A Voluntary Disclosure and Corporate Governance Perspective*, June 2002, доступно на адреси: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=317519](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=317519), 22.4.2012, стр. 10.

25 Тако је, примјера ради, успјешност пословања компанија чија је примарна дјелатност продаја роба широке потрошње знатно условљенија ставовима јавности у погледу, рецимо, са њихове стране исказаног степена друштвене одговорности, него што је то случај са компанијама чија је примарна дјелатност експлоатација рудног богатства.

Највећи дио онога што су недостаци меког права корпоративног управљања у смислу постизања вишег степена примјене савремених стандарда корпоративног управљања јесу предности тврдог права, односно регулаторног приступа заснованог на њему. Стога ћемо на овом мјесту само подцртати кључни „адут“ тог приступа. Ријеч је, наравно, о „страху“ од примјене конкретне санкције као посљедице кршења обавезујућих прописа. За исправност тврдње да овај „традиционални подстицај“ за примјену важећих прописа има несмањен учинак и у свијету корпоративног управљања постоје и бројни показатељи. Један од тих показатеља су и резултати неких од најзначајних истраживања у области права хартија од вриједности, која указују на постојање директне позитивне корелације између вишег степена регулисаности тржишта капитала, што се, наравно, великим дијелом односи и на „позакоњење“ модерних стандарда корпоративног управљања, те већих овлашћења регулатора у погледу примјене такве регулативе, на једној страни, односно нивоа правне сигурности инвеститора и развијености тржишта хартија од вриједности на другој страни.<sup>26</sup> Међутим, чак и да није оваквих истраживања, морали би имати у виду и горе већ назначену чињеницу да као један од кључних мотива за прихватање и добровољну имплементацију меког права корпоративног управљања присталице на њему заснованог приступа у регулисању ове материје истичу управо страх од његовог превођења у позитивне правне оквире. Ово, између осталог, говори у прилог томе да и сами обавезници примјене, под претпоставком да им је примарни инстинкт управо тај да у контексту стандарда корпоративног управљања задрже *status quo*, меко право, односно механизме унапређења корпоративног управљања на њему засноване, оправдано или не, третирају као мање дјелотворне.

На другој страни, ни тврдо право, односно регулаторни приступ заснован на њему није без својих недостатака у односу на меко право корпоративног управљања. Тако се у литератури истиче да се увођењем нових регулаторних, тј. законских рјешења, по правилу, производи читав низ специфичних трошкова, почевши од оних који се односе на израду и поступак усвајања нове легислативе, преко трошкова њене примјене, па све до тзв. „скривених трошкова“, попут оних изазваних потребом плаћања високих премија за осигурање од одговорности чланова одбора директора и других припадника високог менаџмента који су дужни да „стану“ својим потписима иза финансијских извјештаја сачињених и објављених у складу са новом законском регулативом, попут „Sarbanes-

26 Вид. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, *What Works in Securities Law?*, August 2003, доступно на интернет адреси: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=430596](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=430596), 22.4.2012, стр. 5.

*Oxley Act*“-а.<sup>27</sup> Уз то, када смо већ код овог прописа, можемо га истаћи и као типичан примјер законске регулативе селективног карактера у погледу поља примјене. Наиме, исти се односи само на отворена акционарска друштва, па, сходно томе, може и да пледира на подизање квалитета корпоративног управљања превасходно у њима, док, када су остали пословни субјекти у питању, има домаћај углавном сличан, ако не и једнак необавезујућим правним инструментима. Стога, и спада у ред оних прописа тврдог права корпоративног управљања који, не само да се односе на један дио „корпоративног свијета“, већ представљају и потенцијални основ, тј. мотив за „бијеж“ са тржишта капитала оних компанија на које се непосредно односи, што неријетко води смањењу, не само тржишне, већ и економске активности уопште.<sup>28</sup>

Коначно, чак и у контексту употребе тврдог права корпоративног управљања и на њему заснованих механизма постизања униформне примјене одговарајућих стандарда, пракса то показује, униформност у примјени није загарантована. Штавише, понекад није загарантована ни примјена уопште, зато што ни пријетња евентуалном санкцијом као посљедицом непримјене одговарајућег прописа очигледно није увијек довољно јак мотив за све. Ово се посебно односи на ситуације гдје је ријеч о санкцијама које, по процјени самог менаџмента и акционара, у крајњем скору доносе материјалну штету мању него што је очекивана или корист остварена избјегавањем примјене конкретног законског или подзаконског прописа, што је само доказ више у прилог ставу да законодавац, односно законска регулатива нијесу свемогући на плану постизања унапређења и примјене система корпоративног управљања, те да се сам законодавац сасвим оправдано данас редовно ослања и на меко право и механизме унапређења система корпоративног управљања засноване на њему. Стога, имајући речено у виду, можемо констатовати и сљедеће. Кључна дилема није у томе да ли се приклонити једном или другом регулаторном приступу, меком или тврдом праву, већ како наћи прави баланс код њихове истовремене примјене?

27 Примјера ради, процјене указују да су само за потребе имплементације овог закона у 2004. години компаније обавезне да га примијене утрошиле више од пет милијарди америчких долара. Види: Anita Indira Anand, *нав. djело*, стр. 23.

28 На другој страни, постоји и аргумент да би овај закон, односно високи стандарди финансијског извјештавања прописани њиме могли мотивисати компаније чија су сједишта ван САД-а да, у жељи да покажу својим акционарима, пословним партнерима и потенцијалним инвеститорима колико су далеко пошли у примјени савремених стандарда корпоративног управљања, донесу одговарајућу одлуку и поднесу захтјев да њихове акције буду котиране на Њујоршкој берзи, што би могло усмјерити дешавања и супротно, ка расту економске активности у датом систему. Тако: John Jr. C. Coffee, „Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance“, *Columbia Law Review*, бр. 102/2002, стр. 1764.

#### IV Умјесто закључка

Ова кратка анализа је показала како постоје значајни подстицаји за добровољну примјену стандарда корпоративног управљања садржаних у данас бројним кодексима и сличним инструментима необавезујуће правне природе. Но, иста указује и на то да ови подстреци суштински нијесу довољни да обезбиједи задовољавајући ниво примјене, нити, макар у овом тренутку, степен униформности у тој примјени који би гарантовао задовољавајући ниво правне сигурности и извјесности свим субјектима директно или индиректно заинтересованим за квалитетно функционисање једног савременог система корпоративног управљања. Стога се, мишљења смо, системи корпоративног управљања сасвим оправдано још увијек претежно заснивају на правилима понашања установљеним законским и другим прописима обавезујуће природе, чији се висок степен примјене традиционално базира на страху од санкција због кршења, односно избјегавања примјене обавезујућих правила понашања у свијету корпоративног управљања. Наравно, добровољна примјена високих стандарда корпоративног управљања, без обзира на све недостатке овог концепта у пракси, својеврстан је идеал којем треба тежити, јер је добровољна примјена, по правилу, пожељнији сценарио, и то не само у овој, већ и другим областим привредног и друштвеног живота. Међутим, морају се избјежавати ситуације у којима би, управо у циљу остварења тог идеала, била потенцирана примјена меког права корпоративног управљања, а на рачун основне вриједности једног правног поретка, правне сигурности и извјесности бројних заинтересованих субјеката у конкретној сфери правне и друштвене стварности. Другим ријечима, потребно је подстицати и пратити „еволутивни“ развој савремених режима корпоративног управљања и усмјеравати га са циљем да исти у сваком тренутку, наравно, у мјери могућег, са становишта интереса заинтересованих субјеката одражава најбољи спој механизма добровољне и принудне примјене жељених стандарда. Коначно, са становишта већ написаног, али и са становишта индикативне чињенице да се посљедњих пар деценија карактерисало, између осталог, појавом својеврсне транспозиције оних најшире прихваћених и најмање спорних стандарда корпоративног управљања из сфере меког права у сферу законске регулативе, можемо изразити очекивање како ће и у наредних неколико деценија, без обзира на очекивану експанзију и раст значаја механизма њихове добровољне примјене, есенцијалне вриједности савремених система корпоративног управљања примарно бити инкорпорирани у законске текстове и друге форме тврдог права корпоративног управљања.



**Vladimir SAVKOVIĆ, PhD**

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

## **AT THE CROSSROADS BETWEEN THE “SOFT LAW” AND “HARD LAW” – CONTEMPORARY LEGAL FRAMES OF CORPORATE GOVERNANCE**

### **Summary**

*This article focuses for the most part on the emerging soft law of corporate governance and presents an effort to analyze effectiveness of this new type of law and of the regulatory approaches based on it in promoting and securing the implementation of highest corporate governance standards, compared to more traditional hard law instruments. Firstly, however, since the author finds that they are still vague legal concepts, the article tries to define the notions of soft and hard law of corporate governance, before it moves further to analyze their effectiveness. After closely analyzing various incentives and disincentives for the targeted companies to accept and implement highest corporate governance standards embodied in legal instruments being the part of hard or the soft law of corporate governance, author concludes that, notwithstanding tendency of soft law instruments gaining on their overall importance for the improvement of corporate governance regimes, for the time being, current regulatory approaches are still rightfully based on hard law instruments, primarily on legislation. Author also makes a point that the two regulatory approaches are converging and that the key issue at the moment is to find the right balance between the legal instruments belonging to one or the other type of law.*

**Key words:** *corporate governance, soft law, hard law, voluntary compliance, corporate social responsibility, incentives.*