

Др Вук Радовић*

РАЗВОЈ КУЛТУРЕ ОДСТУПАЊА ОД „ПРИМЕНИ ИЛИ ОБЈАСНИ“ ПРАВИЛА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

Модеран концепт регулисања материје корпоративног управљања се данас заснива на постојању „примени или објасни“ правила. Та правила друштвима дају право да их примене или да их не примене, у ком случају настаје обавеза информисања јавности о разлозима због којих је донета таква одлука. Цео систем се базира на квалитету извештавања за случај одступања, јер ако он не функционише, ни кодекси корпоративног управљања не могу да остваре циљеве који су пред њих постављени. Упоредна и домаћа корпоративна пракса показује у овом погледу бројне недостатке, због чега се и чине велики напори како би се они отклонили. Најновија Препорука Европске комисије о „примени или објасни“ правилима представља први значајнији покушај уређивања ове материје на наднационалном нивоу. У овом чланку аутор се залаже за развој „културе одступања“ од „примени или објасни“ правила, како би друштва постала свесна да одступање није само по себи лоше, јер омогућава прилагођавање јединствених правила корпоративног управљања специфичним карактеристикама конкретного друштва. Правилан развој овакве праксе може водити ефикаснијем управљању акционарским друштвима, али и сталном дизању стандарда добре праксе корпоративног управљања. Тема је од посебног значаја за Србију, имајући у виду да српска друштва готово увек дају позитивну годишњу изјаву о корпоративном управљању, што значи да формално не одступају од правила кодекса који примењују. Међутим, реалност је сасвим другачија.

Кључне речи: *Акционарско друштво. – Кодекс корпоративног управљања. – „Примени или објасни“ правила. – Меко право. – Закон о привредним друштвима.*

* Аутор је ванредни професор Правног факултета Универзитета у Београду, vuk@ius.bg.ac.rs

1. НАСТАНАК И РАЗВОЈ „ПРИМЕНИ ИЛИ ОБЈАСНИ“ ПРАВИЛА

„Примени или објасни“ правила су настала у Великој Британији у последњој деценији прошлог века. Као одговор на кризу корпоративног управљања осамдесетих година, која се манифестовала финансијским сломом неколико великих привредних друштава (пре свих, *Maxwell Communications*, *Polly Peck* и *BCCD*), маја 1991. године је формирана посебна комисија,¹ чији је основни циљ био да подигне стандарде корпоративног управљања, а нарочито степен поверења у финансијско извештавање и ревизију. Децембра 1992. године публикован је извештај „Финансијски аспекти корпоративног управљања“ (енгл. *The Financial Aspects of Corporate Governance*), познатији као Кедберијев извештај (енгл. *Cadbury Report*), назив добијен према утицајном председнику комисије (*Sir Adrian Cadbury*). Централни део овог извештаја носи назив „Кодекс најбоље праксе“ (енгл. *The Code of Best Practice*). Премда није објашњено зашто су правила корпоративног управљања садржана у оквиру Кодекса, чини се да је намера писаца била да извештају дају већи ауторитет, и поред неспорне саморегулаторне природе.² Осим бројних супстанцијалних правила добре праксе корпоративног управљања, која су касније прихватана од стране не само британских, већ и других националних кодекса, оно по чему ће Кедберијев извештај до данас остати препознатљив је увођење („рођење“) једног потпуно новог и оригиналног начина уређивања материје корпоративног управљања – тзв. „примени или објасни“ приступ.³ Суштина овог приступа заснива се на следећој поставци: различитост компанија онемогућава да се јединствена правила корпоративног управљања пропишу за сва друштва, већ сваком појединачном друштву треба омогућити да изабере она решења која су за њега најповољнија. Са том идејом су смишљена „примени или објасни“ правила, која у основи карактерише добровољност, у том смислу што друштва нису у обавези да их примењују. Међутим, потпуна добровољност је модификована једном обавезом: друшт-

¹ Комисија је образована од стране три учесника финансијског тржишта: *Financial Reporting Council* (независна регулаторна институција одговорна за промовисање високих стандарда корпоративног управљања и извештавања), *London Stock Exchange* и припадника рачуноводствене професије.

² Eddy Wymeersch, „The Corporate Governance ‘Codes of Conduct’ between state and private law“, *Financial Law Institute Working Paper Series WP 2007–07*, Universiteit Gent, November 2007, 10, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=1032596> (28.7.2015).

³ Vanessa Wilcox, Miriam Ekirapa Musaali, „From ‘Comply or Explain’ to ‘Comply or Else’“, July 2007, 1, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=1407444> (7.8.2015); Ивана Родић, „Кодекс корпоративног управљања у праву Европске уније“, *Право и привреда* 4–6/2013, 187.

во је дужно да у годишњем извештају објави да ли је примењивало правила Кодекса, односно да наведе области у којима није усаглашено с правилима кодекса, као и разлоге због којих конкретизована правила или области не одговарају специфичним карактеристикама тог друштва. Објављивањем образложења компаније објашњавају јавности зашто усвојена правила корпоративног управљања у кодексу за њих нису одговарајућа.⁴ Према томе, свако друштво има слободу између две опције: да примени одређено правило кодекса или да га не примени, у ком случају мора да пружи адекватно образложење. Отуда се и назив ових правила састоји из две речи: „примени“, ако се друштво определи за примену и „објасни“, ако се друштво определи за непримену неког правила.

Имајући у виду да је Кедберијев извештај настао као последица приватне иницијативе, „примени или објасни“ приступ је био донекле изнуђен. Снажнији видови имплементације очито нису били доступни.⁵ Схватајући да се морају кретати у границима добровољности, писци извештаја су уместо чисте добровољности, засноване на потпуно слободној вољи друштава да прихвате принципе садржане у кодексу, прихватили концепт „модификоване добровољности“, тј. добровољности комбиноване с обавезним објављивањем.

Концепт уведен „примени или објасни“ правилима је био и остао заштитни знак корпоративног управљања у Великој Британији. Од Кедберијевог извештаја до данас он није суштински мењан, нити оспораван. То потврђује и последњи британски Кодекс корпоративног управљања из 2014. године, који је унапредио, али не и изменио основне идеје „примени или објасни“ приступа материји корпоративног управљања.

Логика „примени или објасни“ правила је у наредне две деценије имплементирана у великом броју европских кодекса.⁶ Штавише, данас се може рећи да су ова правила постала знаменито обележје европског приступа корпоративном управљању,⁷ које није заобишло

⁴ Sridhar Arcot, Valentina Bruno, Antoine Faure-Grimaud, „Corporate Governance in the UK: Is the Comply or Explain Approach Working?“, July 2009, 5, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=1532290> (28.7.2015).

⁵ Cally Jordan, „Cadbury Twenty Years On“, *Villanova Law Review* 58(1)/2013, 4.

⁶ О утицају Кедберијевог кодекса на европске државе више вид.: Brian R. Cheffins, „Corporate Governance Reform: Britain as an Exporter“, *Corporate Governance and the Reform of Company Law*, Hume Papers on Public Policy, Vol. 8, No. 1, March 2000, 7–8, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=215950> (7.8.2015).

⁷ Massimo Belcredi, Guido Ferrarini, „The European Corporate Governance Framework: Issues and Perspectives“, Working Paper N°. 214/2013, May 2013, 19, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=2264990> (5.8.2015); И. Родић, 193.

ни земље у транзицији,⁸ као ни бројне државе ван Европе, посебно земље Комонвелта.⁹

На наднационалном нивоу, „примени или објасни“ приступ је први пут препоручен од стране Високе групе експерата у извештају сачињеном по налогу Европске комисије 2002. године,¹⁰ да би 2006. године био снажно подржан од стране Европског форума за корпоративно управљање.¹¹ Овај принцип је и формално постао део права Европске уније 2006. године, усвајањем измена Четврте директиве компанијског права.¹² Коначно, 2013. године иста правила су пренета и у обједињену рачуноводствену директиву.¹³

Према јединственим комунитарним решењима, која су у примени скоро већ једну деценију, друштва чијим се хартијама од вредности тргује на регулисаном тржишту имају обавезу да као посебан део извештаја управе укључе и тзв. изјаву о корпоративном управљању.¹⁴ Ова изјава мора да садржи информације о кодексу корпоративног управљања који се примењује на то друштво или кодексу корпоративног управљања које је друштво добровољно одлучило да примењује, или све релевантне информације о пракси корпоративног управљања које друштво примењује поред и изнад захтева

⁸ О имплементацији „примени или објасни“ правила у земљама у транзицији више вид.: Nina Cankar, „Transition Economies and Corporate Governance Codes: Can Self-Regulation of Corporate Governance Really Work?“, *Journal of Corporate Law Studies* 5(2)/2005, 291–292.

⁹ Тако је „примени или објасни“ приступ прихваћен од стране Канаде, Аустралије, Хонг Конга и Јужноафричке Републике. Вид.: V. R. Cheffins, 6–7.

¹⁰ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels, 4.11.2002, 45–47 и 73.

¹¹ Statement of the European Corporate Governance Forum on the comply-or-explain principle, 22.2.2006, тач. 1, доступно на адреси: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf-comply-explain_en.pdf (29.7.2015).

¹² Directive 2006/46/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 amending Council Directives 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC Consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings – Директива 2006/46/EЗ, *Official Journal of the EU* L 224, 16.8.2006, чл. 46а.

¹³ Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on the annual financial statements, consolidated financial statements and related reports of certain types of undertakings, amending Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC – Директива 2013/34/EУ, *Official Journal of the EU* L 182, 29.6.2013, чл. 20.

¹⁴ Алтернативно, државе чланице могу да дозволе да се изјава о корпоративном управљању састави као посебан документ, у ком случају он мора да се објави заједно са извештајем управе или да се учини јавно доступним на интернет адреси друштва што мора бити назначено у извештају управе. Вид.: Директива 2013/34/EУ, чл. 20(2).

националног права.¹⁵ Друштво које делимично или у целости одступи од кодекса корпоративног управљања које треба или жели да примењује је у обавези да објасни разлоге због којих је таква одлука донета. У случају делимичног одступања, друштво мора да објави и информацију о деловима кодекса који нису поштовани. Осим ове основне идеје, Директивом су уведена и два додатна правила: прво, екстерни ревизор је у обавези да провери да ли су у изјави о корпоративном управљању наведене све информације чије је објављивање наметнуто Директивом, и друго, уведена је дужност чланова управе да обезбеде да је изјава о корпоративном управљању сачињена и објављена у складу са захтевима Директиве. Приказаним решењима, „примени или објасни“ приступ је постао обавезујући за све државе чланице ЕУ.

Вишегодишња доминација „примени или објасни“ правила у Европској унији је у примени испољила значајне недостатке. Установљено је да је основни проблем непостојање уједначеног начина обавештавања јавности о непримени препорука садржаних у кодексима корпоративног управљања.¹⁶ Прецизније речено, образложења која друштва дају у случају непоступања од одређеном „примени или објасни“ правилу су у квалитативном смислу незадовољавајућа. Иако је уочен благи напредак у неким правним системима, свеукупно посматрано ситуација је неповољна. Због тога је Европска комисија 2014. године усвојила Препоруку о квалитету извештавања о корпоративном управљању, у којој је посебан акценат ставила на образложење у случају одступања од „примени или објасни“ правила.¹⁷ Препорука се у целости ослања на члан 20 Директиве 2013/34/ЕУ, којим је уведена обавеза друштава да образложе свако одступање од „примени или објасни“ правила кодекса корпоративног управљања. Препорука попуњава постојећу правну празнину, јер Директива говори о потреби давања образложења, али без даљих назнака шта оно треба да садржи, као и на који начин га треба писати.

Србија је „примени или објасни“ концепт регулативе материје корпоративног управљања увела још 2004. године. Тадашњи Закон

¹⁵ Минималан садржај и начин имплементације кодекса Директивом није прецизиран. И. Родић, 185.

¹⁶ Више о разноликој и неадекватној пракси обавештавања друштава о непримени препорука садржаних у кодексима корпоративног управљања у Европској унији вид.: Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, доступно на адреси: http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm (29.7.2015).

¹⁷ Commission Recommendation of 9 April 2014 on the quality of corporate governance reporting ('comply or explain') (2014/208/EU) – Препорука о „примени или објасни“ правилима, *Official Journal of the EU* L 109, 12.4.2014.

о привредним друштвима је омогућио управном одбору котираног акционарског друштва да донесе писани кодекс понашања или да прихвати неки други кодекс.¹⁸ Према томе, примена кодекса била је потпуно добровољна, јер је управни одбор само могао, али не и морао да примени неки кодекс.¹⁹ Међутим, ако управни одбор одлучи да друштво примењује свој или нечији кодекс, онда је законом била прописана обавеза управног одбора да на свакој годишњој скупштинској седници извести акционаре о усклађености друштва с кодексом понашања, као и да објасни сваку неусклађеност. Обавеза давања објашњења за сваку неусклађеност друштва с кодексом, које је друштво добровољно одлучило да примењује, није ништа друго до флексибилна варијанта имплементације „примени или објасни“ приступа.²⁰

Важећи Закон о привредним друштвима из 2011. године наставио је са праксом фаворизације меке регулативе корпоративног управљања, уз вођење рачуна о минималним захтевима прописаним правом Европске уније.²¹ Према прихваћеном решењу, јавно акционарско друштво је дужно да у оквиру годишњег извештаја о пословању састави изјаву о примени кодекса корпоративног управљања. У изјави друштво је дужно да обавести јавност о кодексу корпоративног управљања који примењује, место на којем је његов текст јавно доступан, сва битна обавештења о пракси корпоративног управљања која нису изричито прописана законом, одступања од правила кодекса, као и образложење за та одступања. Разлика у односу на претходни закон је у томе што су сада јавна акционарска друштва у обавези да примењују кодекс корпоративног управљања (тзв. принцип обавезности примене кодекса),²² без обзира да ли га је друштво само усвојило или га је усвојила нека друга институција (на пример, Привредна комора Србије или Београдска берза) или неко друго акционарско друштво (на пример, Кодекс корпоративног управљања НИС а.д. Нови Сад). Последице примене ко-

¹⁸ Закон о привредним друштвима – ЗОПД 2004, *Службени гласник РС*, бр. 125/04, чл. 318.

¹⁹ У теорији у указано на то да овакво тумачење није у складу са системским тумачењем закона, те да се треба заложити за то да постоји обавеза, а не само право управног одбора да примени кодекс корпоративног управљања. Вид.: Зоран Арсић, „Кодекс понашања (кодекс корпоративног управљања)“, *Право и привреда* 5–8/2005, 75–76.

²⁰ Упор.: З. Арсић, 77.

²¹ Закон о привредним друштвима – ЗОПД 2011, *Службени гласник РС*, бр. 36/11, 99/11, 83/14 – др. закон и 5/15, чл. 368.

²² Мирко С. Васиљевић, *Корпоративно управљање – изабране теме*, Удружење правника у привреди Србије, Београд 2013, 29.

декса су сличне, јер и по једном и по другом закону, друштво мора да објави информације о свим одступањима од кодекса корпоративног управљања који примењује и да их образложи. У теорији је с правом указано на својеврсни парадокс, према коме формалну обавезност примене одређеног кодекса прати необавезност конкретних решења.²³ Као и Директива 2013/34/ЕУ, односно раније Директива 2006/46/ЕЗ, ни наши закони не прецизирају шта се тачно објављује у случају одступања од решења кодекса.

Ослањање на меко право у материји корпоративног управљања није прихватило право САД, јер су федерална регулатива, оличена у Сарбејнс-Окслијевом закону (енгл. *Sarbanes-Oxley Act*), правила за берзанску котацију и одлуке судова Делавера у значајној мери покриле тематику уређену европским кодексима.²⁴ У Америци се не примењује „примени или објасни“ приступ, већ тзв. „примени или ћеш трпети последице“ (енгл. *comply or else*), према коме непримена неке одредбе за последицу има правно санкционисање.²⁵

2. РАЗЛОЗИ ПОПУЛАРНОСТИ „ПРИМЕНИ ИЛИ ОБЈАСНИ“ ПРАВИЛА

Зашто је „примени или објасни“ концепт постао скоро опште-прихваћен начин уређивања материје корпоративног управљања? Одговор на ово питање је тим пре интересантнији ако се зна да државе и поред његове лоше примене у пракси и даље инсистирају на њему. Постоји више разлога због којих му национална законодавства, али и економска и правна теорија, дају примат у односу на традиционалне форме регулативе.

Флексибилност. – Флексибилност је основна предност и основни разлог постојања „примени или објасни“ правила.²⁶ Као што сваком човеку не одговара исто одело, тако ни сваком акционарском

²³ И. Родић, 185.

²⁴ Luca Enriques, Henry Hansmann, Reinier Kraakman, „The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class“, *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach* (eds. Reinier R. Kraakman et al.), Oxford University Press, 2009², 68.

²⁵ Више вид.: Miroslav Nedelchev, „Good Practices in Corporate Governance: One-Size-Fits-All vs. Comply-or-Explain“, *International Journal of Business Administration* 4(6)/2013, 78. За прихватање „примени или објасни“ приступа у САД вид.: Larry E. Ribstein, „Sarbanes-Oxley After Three Years“, *New Zealand Law Review* 2005, 382.

²⁶ Немачки Кодекс КУ (2014) изричито наводи као своје циљеве флексибилност и потребу за већом саморегулацијом немачких акционарских друштава (стр. 2).

друштву не одговарају сва унапред дефинисана правила корпоративног управљања. Акционарска друштва се између себе разликују по величини, структури акционарства, органима, грани и сектору привреде којој припадају, државној припадности, и сл. Флексибилност „примени или објасни“ правила се заснива на идеји да сваком акционарском друштву треба омогућити да примени она правила корпоративног управљања која ће бити у највећој могућој мери прилагођена том конкретном друштву, тј. друштво има прилику да правила корпоративног управљања „кроји по сопственој мери“, узимајући у обзир своје интересе и специфичне карактеристике.²⁷ Она је супротност принципу према коме „једна величина одговара свакоме“, принципу на коме су у основи саздана законска правила.²⁸ Флексибилност у материји корпоративног управљања заправо поручује да свака препорука садржана у кодексу корпоративног управљања, премда теоријски фондирана и практично оправдана, не мора бити најбоље решење за свако друштво. Због тога се индивидуалним друштвима и омогућава да одступе од оног „примени или објасни“ правила које сматрају да не одговара њиховим потребама, и да евентуално примене неко друго правило, које ће бити њима прилагођено.²⁹ Повећана ефикасност управљања акционарским друштвом је основна последица која се очекује од примене принципа флексибилности.³⁰

Одлука друштва. – Одлука о оптималном начину управљања конкретним друштвом се са регулатора преноси на органе управљања акционарског друштва (чланове управе и акционаре).³¹ Како је у највећем броју случајева циљ корпоративног управљања заштита и остваривање дугорочних интереса друштва, а последично и акционара, природно је да они и одлучују о начинима остваривања тих циљева.³² На овај начин се постижу два ефекта: прво, друштва постају свеснија да је достизање оптималног начина управљања превасходно

²⁷ Упор.: Michael Kort, „Standardization of Company Law in Germany, other EU Member States and Turkey by Corporate Governance Rules“, *ECFR* 4/2008, 418.

²⁸ Упор.: Konstantinos Sergakis, „EU Corporate Governance: A New Supervisory Mechanism for the ‘Comply or Explain’ Principle?“, *ECFR* 3/2013, 402. О предностима и недостацима законског приступа више вид.: М. Nedelchev, 77–78.

²⁹ Неки аутори из карактеристике флексибилности извлаче закључак да се корпоративно управљање не заснива само на формалном усклађивању са законским прописима и другим унапред постављеним стандардима, већ да представља *per se* модел, због чињенице да се примењена правила прилагођавају потребама компанија. И. Родић, 184.

³⁰ Упор.: К. Sergakis, 400; N. Cankar, 290.

³¹ Lutz-Christian Wolff, „Self-Governance German Style: Comply or Explain ... But, If You Explain We Will Make You Comply“, *The Corporate Governance Law Review* 1(3)/2005, 371–383.

³² Christopher Hogg, „The ‘Comply or Explain’ Approach to Improving Standards of Corporate Governance“, 1, доступно на адреси: <http://www.financepractitioner>.

у њиховим рукама, те да нема оправдања за слепо поштовање само унапред усвојених правила добре праксе корпоративног управљања, јер се од њих не могу увек очекивати најбољи резултати, и друго, појачава се одговорност органа управљања акционарског друштва, тиме што они не могу да се бране чињеницом да су поштовали све препоруке садржане у кодексу корпоративног управљања, ако су им били доступнији неки други, друштву прилагођенији механизми.

Могућност „правног експериментисања“ и de lege ferenda утицај. – „Примени или објасни“ концепт омогућава акционарским друштвима да примењују нека друга правила корпоративног управљања, за која у том тренутку сматрају да су за њих боља, као и да их једноставно промене ако се њихова примена покаже као неуспешна.³³ На тај начин друштва могу да експериментишу, а све с циљем тражења оптималних решења. Практика друштава да често одступају од одређене препоруке представља сигнал за творца кодекса да је можда време да се то правило преиспита. Такође, сличан ефекат могу остваривати и „примени или објасни“ правила садржана у кодексима корпоративног управљања на законска решења. Често се у протеклим годинама дешавало да се одређена решења из сфере меког права, која су временом постала општеприхваћени корпоративни стандард, пребацују на законски терен.³⁴ Као пример се може навести Немачка, која је као велики противник објављивања накнада члановима управе, прво увела ово правило у блажој варијанти у свој кодекс корпоративног управљања, да би неколико година након тога слично правило, само строже и далекосежније, постало саставни део Закона о акцијама.³⁵

Дизање стандарда. – Флексибилност препорука садржаних у кодексима корпоративног управљања омогућава да се у овој материји постављају високи стандарди.³⁶ „Примени или објасни“ правила могу да представљају правила која примењују само најуспешнија друштва, те на тај начин кодекси утичу и на друга друштва да теже поштовању

com/corporate-governance-viewpoints/the-comply-or-explain-approach-to-improving-standards-of-corporate-governance?Page=1 (30.7.2015).

³³ Peter Böckli *et al.*, „Making Corporate Governance Codes More Effective: A Response to the European Commission’s Action Plan of December 2012“, Oxford Legal Studies Research Paper No. 56/2014, 3, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=2366273> (30.7.2015).

³⁴ О постепеној замени меког права законским правилима у Аустрији више вид.: Eva Micheler, „Transplanting Corporate Governance Codes – the Role of Legal Doctrine“, 16–18, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=2087620> (20.8.2015).

³⁵ Више вид.: L.-C. Wolff, 382.

³⁶ Jan Andersson, „Company Law Legislation And Corporate Governance Code – The Swedish Illustration Of How Not To Do It“, *Stud. Int’l Fin. Econ. & Tech. L.* 7/2004–2005, 187.

најбољих правила.³⁷ Отуда се правила садржана у кодексима често и називају правилима „најбоље праксе корпоративног управљања“.³⁸ За разлику од кодекса, законима се прописују само минимална правила, која сва друштва без икакве разлике морају да поштују.³⁹ Но, у неким земљама је уочен и обрнут процес, према коме су закони били ти који су дизали стандарде, које кодекси корпоративног управљања нису успевали да досегну или макар не благовремено. Тако је немачки Кодекс корпоративног управљања дозвољавао праксу да се за председника надзорног одбора именује бивши генерални директор тог друштва, чиме законодавац није био задовољан, због чега је изменама Закона о акцијама 2009. године увео забрану члановима управног одбора да у наредне две године по престанку тог својства буду чланови надзорног одбора истог друштва.⁴⁰

Прилагођавање. – „Примени или објасни“ правила су по себи променљивог карактера. Она не постоје с идејом да се примењују вечно, већ их карактерише потенцијал, али и потреба да се стално и брзо прилагођавају новој пракси и новим тенденцијама.⁴¹ Најбоља пракса корпоративног управљања стално еволуира,⁴² у светлу нових искустава, због чега је веома важно да се кодекс перманентно унапређује, како би увек био актуелан.⁴³ Само на тај начин друштва која их примењују могу бити конкурентна на светском тржишту капитала. Адаптабилност, као карактеристика и предност „примени или објасни“ правила, појачана је околношћу да се овим правилима

³⁷ С. Hogg, 2.

³⁸ Према неким ауторима, препоруке добре праксе корпоративног управљања се у практичним ефектима испољавају као минимални стандарди. За аргументацију више вид.: Gerard Hertig, „On-Going Board Reforms: One-Size-Fits-All and Regulatory Capture“, Law Working Paper N°. 25/2005, March 2005, 12–21, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=676417> (5.8.2015).

³⁹ J. Andersson, 187. О овој и о другим разликама закона и кодекса вид.: Global Corporate Governance Forum, *TOOLKIT 2 – Developing Corporate Governance Codes of Best Practice – User Guide*, 2005, 32.

⁴⁰ Немачки Закон о акцијама (*Aktiengesetz*), § 100(2)(4). Више о оваквој пракси вид.: Paul L. Davies, Klaus J. Hopt, „Corporate Boards in Europe – Accountability and Convergence“, *The American Journal of Comparative Law* 61/2013, 331–332; William G. Bowen, *Inside the Boardroom – Governance by Directors and Trustees*, John Wiley & Sons, Inc., 1994, 63–68; Вук Радовић, „Састав одбора директора (надзорног одбора)“, *Корпоративно управљање за чланове управе привредног друштва* (ур. Вук Радовић, Кагарина Ђулић), Београд 2014, 107–108.

⁴¹ Упор. Драган Вујисић, „Кодекс корпоративног управљања“, *Право и привреда* 5–8/2008, 196.

⁴² О потреби континуиране адаптације регулативе управљања компанијама вид.: Мирко С. Васиљевић, *Корпоративно управљање – правни аспекти*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд 2007, 23.

⁴³ Кедберијев извештај, тач. 3.11.

често уређује материја која по својој природи није подобна за законску регулативу (тзв. „мекша питања“),⁴⁴ попут начина увођења у пословање новоизабраних директора, континуирана едукација чланова управе, евалуација учинка органа управе, и сл.⁴⁵ Такође, кодекси се нужно мењају са сваком значајнијом реформом компанијског права и права тржишта капитала.⁴⁶ Тако је, примера ради, Привредна комора Србије усвојила Кодекс корпоративног управљања из 2004. године,⁴⁷ као допуну Закону о привредним друштвима из 2004. године, да би након усвајања Закона о привредним друштвима из 2011. године, 2012. године усвојила нови Кодекс корпоративног управљања.⁴⁸ Коначно, у теорији се указује и на то да ће друштва бити спремнија да примењују правила Кодекса, јер су та правила настала у пракси и њој су намењена.⁴⁹ Но, не треба сметнути с ума ни чињеницу да се у неким земљама променљивост кодекса може користити као изговор за непримену закона.⁵⁰

Посебне предности за мала акционарска друштва. – Као што је већ речено, кодекси се пишу превасходно имајући у виду најбољу праксу корпоративног управљања. Најбоља пракса иманентно подразумева највише стандарде, које примењују по правилу највећа и најразвијенија акционарска друштва. Од малих и нових акционарских друштава се не може очекивати да поштују те захтеве, јер то не би било у њиховом интересе,⁵¹ имајући у виду високе трошкове имплементације.⁵² Због тога се наглашава да „примени или објасни“ концепт штити интересе малих акционарских друштава, будући да се од њих с правом очекује да у складу с принципом флексибилности одступе од правила најбоље праксе корпоративног управљања, уз једину обавезу да сва одступања образложе. Такође, неки кодекс

⁴⁴ „Линија разграничења између државне регулативе и саморегулативе ће заувек остати нејасна, контроверзна и временом ће се мењати.“ Е. Wymeersch (2007), 16.

⁴⁵ С. Hogg, 2.

⁴⁶ Klaus J. Hopt, „Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation“, *Comparative Corporate Governance – A Functional and International Analysis* (eds. Andreas M. Fleckner, Klaus J. Hopt), Cambridge University Press, Cambridge 2013, 23.

⁴⁷ Кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије – Кодекс КУ ПКС 2006, *Службени гласник РС*, бр. 1/06.

⁴⁸ Кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије – Кодекс КУ ПКС 2012, *Службени гласник*, бр. 99/12.

⁴⁹ Д. Вујисић, 196.

⁵⁰ Више на примеру Шведске вид.: J. Andersson, 200.

⁵¹ Вид.: Кедберијев извештај, тач. 3.15; британски Кодекс КУ (2014), стр. 4, тач. 5.

⁵² М. Nedelchev, 78.

си узимају величину друштва у обзир, те искључују примену неких одредаба у односу на њих.⁵³

3. ОДНОС С ДРУГИМ ПРАВИЛИМА САДРЖАНИМ У КОДЕКСИМА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

Осим „примени или објасни“ правила, кодекси корпоративног управљања често садрже још две групе правила: законска правила и предлоге. Због различитих правних последица, па и различите правне природе, сваки кодекс мора јасно да назначи о којој врсти правила је реч.⁵⁴ Неки кодекси то чине коришћењем специфичних препознатљивих језичких формулација за сваку врсту правила, док други поред правила назначе о којој врсти је реч.

3.1. Законска правила

Законска правила о корпоративном управљању садржана су у законима и другим подзаконским актима. Традиционално је материја корпоративног управљања била уређена императивним и диспозитивним правилима компанијског права и права тржишта капитала.⁵⁵ Тек је пре неколико деценија ова материја почела да се развија у оквирима тзв. меког права, оличеног у бројним кодексима корпоративног управљања. Већ је речено да се кодекси морају кретати у границама утврђеним законом. Међутим, неки кодекси су се одлучили да међу своје одредбе уврсте и одређена императивна законска правила, која могу бити буквално преписана, што је ређа техника, или формулисана на другачији начин у односу на закон, што је чешће.⁵⁶ Пракса укључивања законских норми у текст кодекса се правда потребом подстицања страних инвестиција, јер се страним инвеститорима на једном месту пружају све релевантне информације о најбољој пракси корпоративног управљања у тој држави.⁵⁷ Такође, у неким земљама

⁵³ Тако, британски Кодекс корпоративног управљања прописује да се неке његове одредбе не примењују на друштва која нису међу 350 највећих друштава (FTSE 350).

⁵⁴ Препорука о „примени или објасни“ правилима, тач. 2; М. Belcredi, G. Ferrarini, 55.

⁵⁵ К. Ј. Нопт (2013), 16.

⁵⁶ Интересантна је у овом погледу пракса писања кодекса у Аустрији, где су првобитно законска правила у кодексу била сумарно приказивана. Оваква пракса је због стварања правне несигурности била оштро критикована, због чега је од 2005. године прихваћен став да се законске норме у кодекс преписују, а не парафразирају. Више вид.: Е. Micheler, 10–13.

⁵⁷ Р. Vöckli *et al.*, 5; К. Ј. Нопт (2013), 19. О „педагошкој“ функцији кодекса корпоративног управљања вид.: Е. Wymeersch (2007), 15.

(на пример, Немачкој и Аустрији) су се законске одредбе користиле у кодексима како би се правни транспланти англосаксонског порекла лакше прилагодили локалном праву.⁵⁸

Зашто писци кодекса често језички мењају законску одредбу коју уносе у кодекс? Један могући одговор би био да они на тај начин желе да једној вишесмисленој, нејасној или конфузној норми дају значење које одговара најбољој пракси корпоративног управљања. На тај начин се утиче на праксу (корпоративну и судску) да одређено правило тумачи на одређен начин. Такође, могуће је да су државни органи (на пример, судови) заузели став у погледу тумачења неког спорног законског члана. Уношење таквог става у кодекс би остварило функцију адекватног информисања јавности,⁵⁹ а нарочито страних инвеститора, којима званични ставови државних органа нису лако доступни. Коначно, има ретких случајева да су писци кодекса намерно преформулисали законску норму на начин који није у складу с њеном садржином. Наравно, и у овом случају је принцип да другачије формисано правило у односу на текст закона ни на који начин не може да промени законско решење, ма колико оно било погрешно. Међутим, могуће је да кодекс на овај начин жели да едукује јавност и будуће законописце о томе како је дати члан требало да буде написан, што значи да може да оствари *de lege ferenda* утицај.⁶⁰

Императивна законска правила се у кодексима препознају по употреби речи „мора“, „не сме“, „дужан је“, и сл. Од „примени или објасни“ правила она се разликују по степену обавезности. Наиме, акционарско друштво не може да одступи од законског правила. Оно се примењује на основу закона, а не на основу кодекса, без обзира што је и у њему садржано.⁶¹

Осим императивних законских норми, у кодексима се могу наћи и диспозитивне законске норме. Теоријски се поставља питање какав је однос „примени или објасни“ правила и диспозитивних законских норми унетих у кодекс корпоративног управљања. Основна

⁵⁸ Вид.: Е. Micheler, 9.

⁵⁹ О значају информативне улоге кодекса корпоративног управљања у земљама у транзицији више вид.: N. Sankar, 302–303.

⁶⁰ У једном случају, оваква стратегија је примењена приликом писања Кодекса КУ ПКС 2006. Наиме, у том тренутку важећи ЗОПД 2004 је увео посебно правило о начину разрешења члана управе именованог кумулативним гласањем. Одредба је била потпуно погрешна, и уместо да заштити мањинске акционаре који су путем кумулативног гласања именовали свог члана управе, она је изгубила сваки смисао. Кодекс је тај недостатак исправио, и одредбу написао у складу с релевантним одредбама упоредног права. Упор. ЗОПД 2004, чл. 327(2)(2) с Кодексом КУ ПКС 2006, чл. 178. Више вид.: Вук Радовић, „Кумулативно гласање за избор чланова управе (II део)“, *Анали Правног факултета Универзитета у Београду* 2/2008, 56–57.

⁶¹ З. Арсић, 75.

сличност између диспозитивних законских норми садржаних у закону и „примени или објасни“ правила садржаних у кодексу је у томе што акционарско друштво може и од једних и од других да одступи, тј. ни једна ни друга правила не морају бити обавезујућа за друштва. Међутим, начин одступања је другачији. Диспозитивна законска норма се примењује истоветно као и императивна ако привредно друштво није предвидело другачија правила, при чему одступање од законског правила мора бити учињено на начин и у границама које су постављене законом (на пример, оснивачким актом). За диспозитивне законске норме је карактеристично да оне уређују питање које мора бити уређено, што значи да друштво нема могућност да не примењује законско правило, а да при том то питање нареди на други начин. Супротно томе, акционарско друштво има већи степен слободe приликом одступања од „примени или објасни“ правила. Начин одступања није дефинисан, те друштво има слободу у два правца: прво, да не примени правило у целости или само један њен део, и друго, да непримену правила употпуни неким другим правилом или да правило само у целости или делимично не примени без потребе да исто правило надомести неким другим решењем. Поред приказаних, уочљива је још једна разлика: друштво не мора да пружи било какво објашњење за одступање од диспозитивног законског правила.

Шта се добија укључивањем диспозитивног законског правила у кодекс корпоративног управљања, када већ и по самом закону акционарско друштво може од тог правила да одступи? Основни разлог за коришћење ове технике треба тражити у жељи писца кодекса да диспозитивно законско правило представи као најбољу праксу корпоративног управљања, чиме додатно утиче на акционарска друштва да не мењају законско правило, и поред тога што на то имају право. Када се унесе у кодекс, диспозитивно законско правило има двоструку правну природу: оно остаје диспозитивно законско правило, али чињеница да се налази у кодексу овом правилу даје и карактер „примени или објасни“ правила. За акционарска друштва ово има и практичну последицу, јер оно може да одступи од тог правила, али мора да пружи образложење зашто сматра да то правило не одговара његовим интересима. Додавањем диспозитивном законском правилу карактера „примени или објасни“ правила законски режим није промењен, већ је само установљена једна додатна обавеза друштва.

3.2. Предлози

Предлози су, једноставно речено, сугестије друштвима, која примењују кодекс, шта се сматра пожељном праксом у области корпоративног управљања. Ова правила су уобичајено садржана у кодексима корпоративног управљања. Њих карактерише потпуна

добровољност примене. Она су само понуђена друштвима, која могу да их прихвате, али не морају. Предлози су у правом смислу те речи меко право, које друштво ни на који начин не обавезује. Они треба квалитетом садржаних решења да убеду друштва да их примењују. Од „примени и објасни“ правила предлози се разликују по томе што њих не прати обавеза извештавања јавности у случају одступања, због чега се фигуративно могу назвати „примени или не примени“ правилима, јер је у томе и њихова суштина – друштво може да их примени или не примени, без икакве даље последице. Према степеној обавезности, предлози представљају трећи ниво правила садржаних у кодексима корпоративног управљања, при чему су законска правила први, а „примени или објасни“ правила други ниво. Они се препознају по употреби речи „може“, „требало би“, и сл.

Предлози су веома корисни онда када одређено правило још увек није сазрело да буде „примени или објасни“ правило, што ће нарочито бити случај када је правило ново, те ни сами писци кодекса нису сигурни да ли оно представља најбољу праксу корпоративног управљања за домаћа друштва. Укључивање оваквог правила у кодекс корпоративног управљања има за циљ информисање јавности о одређеној пожељној корпоративној пракси, како би се у другој фази установио однос друштва, али и тржишта у односу на то решење.⁶² Коначно, ако се правило покаже као оправдано и општеприхваћено оно може наредним изменама кодекса да из сфере предлога пређе у сферу „примени или објасни“ правила.

4. ОДСТУПАЊЕ ОД „ПРИМЕНИ ИЛИ ОБЈАСНИ“ ПРАВИЛА

„Примени или објасни“ правила представљају основну садржину сваког кодекса корпоративног управљања. Већ је речено да се она заснивају на концепту „примени правило“, а ако друштво не жели да га примени онда треба да „објасни“ разлоге због којих је донело такву одлуку. Имајући у виду да се образложење обавезно објављује, ова правила се често називају и „примени или објави“ (енгл. *comply or disclose*) правила или још потпуније „примени или објави и објасни“ (енгл. *comply or disclose and explain*) правила.⁶³ Поред ових термина, најчешћи синоним за „примени или објасни“ правила су препоруке (енгл. *recommendations*), термин који јасно сугерише да је реч о правилима од којих друштво може слободно да одступи.

Примена препорука се заснива на објављивању информација, као основном регулаторном механизму компанијског права и права

⁶² P. Böckli *et al.*, 5.

⁶³ P. Böckli *et al.*, 6–7.

тржишта капитала. Од садржине и начина објављивања информација зависи и цео концепт примене кодекса корпоративног управљања. Неодговарајућа пракса извештавања јавности о одступањима од „примени или објасни“ правила може да уруши цео систем корпоративног управљања.⁶⁴ Ако друштва не објашњавају девијације од правила која треба да примењују или то раде на неадекватан начин, законодавац неће имати избора него да велики број „примени или објасни“ правила пренесе у закон, чиме ова правила постају униформна и обавезујућа за сва друштва.⁶⁵

Сваки кодекс мора да прецизира која правила спадају у категорију „примени или објасни“ правила. На овај начин се отклања свака дилема у односу на то која правила подлежу принципу „примени или објасни“. Посебно је за друштва значајно да ова правила разграниче од предлога, у односу на које их не терети било каква обавеза објављивања.

Друштва морају да схвате да одступање од добре праксе корпоративног управљања није нешто што је само по себи лоше. Неусклађеност с једном или више препорука не имплицира лошије управљање.⁶⁶ Друштва не треба да теже да по сваку цену поштују све препоруке садржане у кодексима. Штавише, ако претпоставимо да је неко тело или институција донела одређени кодекс корпоративног управљања, који друштва примењују, није реално ни очекивати да ће сва правила кодекса бити у интересу конкретног друштва. Због тога се друштва охрабрују да одступе од сваке препоруке за коју сматрају да није у њиховом најбољем интересу, уз, наравно, давање потпуног образложења за овакву одлуку. Због тога је од пресудног значаја за сваку државу која примењује „примени или објасни“ концепт да развија „културу одступања“ од правила кодекса. Управо се овде и види суштинска оригиналност (према неким „генијалност“) „примени или објасни“ концепта, јер он омогућава друштвима да буду усаглашени с кодексом корпоративног управљања у целини, и поред одступања од једног или више индивидуалних препорука садржаних у њему.⁶⁷ Заправо, од друштава се очекује да уместо формалне усклађености са свим препорукама кодекса буду усклађени с његовим духом, тј. основним принципима које промовише.

⁶⁴ Упор. К. Sergakis, 407.

⁶⁵ Упор. George S. Dallas, Hal S. Scott, „Can One Set of Rules Fit All? Mandating Corporate Behavior“, *The Corporate Governance Law Review* 2(2)/2006, 143.

⁶⁶ V. Wilcox, M. E. Musaali, 6.

⁶⁷ David Seidl, Paul Sanderson, John Roberts, „Applying ‘Comply-or-Explain’: Conformance with Codes of Corporate Governance in the UK and Germany“, Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 389, University of Cambridge, June 2009, 5, доступно на адреси: <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP389.pdf> (23.4.2013).

Друштво које у извештају о корпоративном управљању наведе да је у целости усаглашено с препорукама садржаним у кодексу начелно шаље позитивну поруку јавности.⁶⁸ Међутим, овакав закључак у значајном броју случајева не мора бити потпуно тачан. Наиме, чињеница да друштво поштује сва правила кодекса може да значи и да се органи управљања нису довољно бавили проблематиком корпоративног управљања, већ су унапред прописана правила *telle quelle*, без суштинског преиспитивања, интегрисали у свој систем корпоративног управљања. Као што је већ више пута речено, сва правила кодекса не морају бити и најбоља за конкретно друштво, те према томе, ни потпуна усаглашеност с кодексом не мора да значи да је друштво прихватило за себе најбоља правила корпоративног управљања.⁶⁹ Такође, изјава о целовитој примени кодекса може да указује и на то да друштво уопште ни не води рачуна о примени кодекса, већ да само једном реченицом жели да испоштује законску обавезу, очекујући да нико то неће накнадно проверавати. Пракса италијанског котираног акционарског друштва *Parmalat* то на најбољи начин илуструје, јер је ово друштво неколико месеци пре колапса дало изјаву о потпуној усаглашености с италијанским кодексом, за коју се накнадно показало да је била нетачна.⁷⁰ Према томе, најбољу поруку јавности би послало оно друштво које је након суштинског преиспитивања свих препорука одступило од оних које не одговарају његовим специфичностима, уз давање потпуног образложења које оправдава такву одлуку.

Друштва могу да одступе од „примени или објасни“ правила, али не тако што ће „само рећи не“.⁷¹ Она морају да пруже тзв. „смислено“, односно „суштинско“ образложење. Међутим, шта ови појмови подразумевају, може бити предмет различитих тумачења.⁷²

⁶⁸ Препорука о „примени или објасни“ правилима, преамбула тач. 7.

⁶⁹ Због тога се у теорији указује да одступање од препоруке која не одговара одређеном друштву може значити добро корпоративно управљање, али, наравно, под условом да се наведе разлог. J. Andersson, 187.

⁷⁰ Примера ради, друштво је изјавило да од 13 чланова управног одбора три члана испуњавају услове независности. Касније се испоставило да је један од та три директора (*Luciano Silingardi*) био школски друг и лични рачуновођа генералног директора *Parmalat*-а (*Calisto Tanzi*), други *Paolo Sciumè* је био један од његових адвоката и члан бројних управних одбора, док је трећи *Enrico Barachini* био члан управних одбора више друштава која су била повезана банкарским пословима с друштвом *Parmalat*. Вид.: Guido Ferrarini, Paulo Giudici, „Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case“, *After Enron, Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US* (eds. John Armour, Joseph A. McCahery), Oxford (Hart) 2006, 174.

⁷¹ Eddy Wymeersch, „Corporate Governance Codes and Their Implementation“, September 2006, Financial Law Institute Working Paper No. 2006–10, 3, доступно на адреси: <http://ssrn.com/abstract=931100> (3.8.2015).

⁷² О проблему недостатка стандардизованих решења у овом погледу више вид.: Jan Andersson, „Evolution of Company Law, Corporate Governance Codes and the Principle of Comply or Explain – A Critical Review“, *The European Financial Market*

Пракса развијених земаља показује да друштва која одступе од једне или више препорука садржаних у кодексима, у извештају о примени кодекса корпоративног управљања често не наводе конкретне разлоге за одступање од сваког правила. Тако, нека друштва само наводе правила корпоративног управљања која нису применила без даљих образложења, друга наводе само опште (апстрактне) и типизирани разлоге за одступање, трећа указују на друга правила која примењују без објашњења зашто су одступила од „примени или објасни“ правила, итд. Не треба сметнути с ума чињеницу да друштва навођењем тривијалних разлога за непримену препорука, можда имају намеру да сакрију од јавности праве разлоге.⁷³

Најкраће речено, од друштава се захтева одговор на два питања: како и зашто? У том погледу се као средње и задовољавајуће решење наводи одредба шведског Кодекса корпоративног управљања, према којој су друштва у обавези да у годишњем извештају о примени кодекса корпоративног управљања прецизно наведу: 1) од којих правила су одступила; 2) који су конкретни разлози за свако појединачно одступање, и 3) која правила су уместо њих применила.⁷⁴ Неке државе, а нарочито Велика Британија, намећу друштвима још строже и детаљније обавезе у случају одступања.⁷⁵ У том погледу се посебно издвајају обавезе друштава да покажу да је актуелна пракса усклађена с основним принципима кодекса, као и да примењена правила воде бољем управљању друштвом. Француски кодекс истиче да образложење мора бити разумљиво, релевантно и детаљно, прилагођено посебним приликама самог друштва, као и да мора да садржи убедљиве разлоге који оправдавају одступање.⁷⁶

Европска комисија је усвајањем Препоруке о „примени или објасни“ правилима прихватила високе стандарде у односу на тумачење појма „суштинског образложења“. Тако, за одступање од сваке индивидуалне препоруке, друштва треба да објаве следеће информације:⁷⁷

in Transition (eds. Hanne S. Birkmose, Mette Neville, Karsten Engsig Sørensen), Kluwer Law International, 2011, 100.

⁷³ K. Sergakis, 406.

⁷⁴ Swedish Corporate Governance Board, *The Swedish Code of Corporate Governance*, 2010, тач. 10.1, доступно на адреси: http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=281 (3.8.2015).

⁷⁵ Више вид.: Financial Reporting Council, *What constitutes and explanation under 'comply or explain'?* – Report of discussions between companies and investors, February 2012, доступно на адреси: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/What-constitutes-an-explanation-under-comply-or-ex.pdf> (3.8.2015).

⁷⁶ AFEP-MEDEF, *Corporate governance code of listed corporations*, 2013, стр. 32, тач. 25.1, доступно на адреси: http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=393 (10.8.2015).

⁷⁷ Препорука о „примени или објасни“ правилима, тач. 8.

а) начин одступања – друштва могу на различите начине да одступе од конкретне препоруке, од тога да препоруку не примењују у целисти, па до тога да је не примењују само делимично;

б) разлози за одступање – образложење за одступање је суштински елемент на коме се заснива „примени или објасни“ концепт, и оно треба да се заснива на специфичностима конкретног друштва – у том погледу треба избегавати генеричка и апстрактна образложења, а нарочито стандардизоване језичке конструкције које се из године у годину преписују,⁷⁸ јер оне за трећа лица немају никакву информациону вредност; такође, адекватно образложење треба да буде концизно и јасно, како се прави разлози не би изгубили у мноштву информација (претерано информисање може лако да склизне у дезинформисање);

в) начин доношења одлуке о одступању – оваквим захтевом се спречава насумично и хаотично доношење одлука о одступању, без икакве институционализације унутар друштва, а тиме и одговорности за садржину донетих одлука;

г) временско ограничење одступања од примене – ако друштво одлучи да одступи од одређене препоруке само у одређеном периоду (тзв. привремено одступање), онда оно треба да објасни када намерава да се са њом поново усагласи;

д) мере које су предузете у складу с циљевима препоруке и кодексом – ако је друштво уместо препоруке применило неке друге мере, онда је оно дужно да поред њиховог описа објасни како се њима остварују циљеви због којих је препорука уведена или циљеви кодекса у целини, или да појасни како те мере доприносе добром корпоративном управљању друштвом.

5. ПРИМЕНА У СРБИЈИ (УМЕСТО ЗАКЉУЧКА)

„Примени или објасни“ концепт регулативе корпоративног управљања се у Србији примењује више од једне деценије. Анализом годишњих извештаја о пословању јавних акционарских друштава се уочава да друштва формално испуњавају своју обавезу примене одређеног кодекса корпоративног управљања. Велики број друштава, махом финансијски снажнијих, су искористила законску могућност и усвојила сопствене кодексе корпоративног управљања, док су друга највећим делом прихватила Кодекс корпоративног управљања Привредне коморе Србије.⁷⁹

⁷⁸ М. Belcredi, G. Ferrarini, 19.

⁷⁹ Од осам листираних друштава, укључених на *Prime listing* и *Standard listing* Београдске берзе, шест друштава имају своје кодексе (НИС, Сојапротеин,

Готово сва српска јавна акционарска друштва у оквиру посебног одељка годишњег извештаја о пословању садрже реченицу да је друштво у свему усклађено с одредбама кодекса корпоративног управљања који примењује. Према томе, део „објасни“ иманентно садржан у препорукама релевантних кодекса корпоративног управљања се готово никада не примењује, јер, као што је већ речено, друштва су о обавези да пруже образложење само у случају непримене препоруке. Шта се може закључити из овакве праксе? Без улажења у конкретна решења релевантних кодекса и преиспитивања у којој мери друштва заиста и поштују препоруке садржане у кодексима, веома је необично да друштва никада не налазе за сходно да одступе од барем неког „примили или објасни“ правила. Могуће је дати више објашњења за овакву праксу. Прво, висок степен усаглашености с добром праксом корпоративног управљања може се објаснити и околношћу да велики број друштава усваја своје кодексе, што значи да су та друштва већ усвојила решења „кројена по њиховој мери“, тј. прилагођена њиховим специфичностима, те је онда и логично да нема често потребе одступати од тих правила. Међутим, треба имати у виду да велики број друштава није усвојио сопствени кодекс, тако да ово објашњење није применљиво на њих. Друго, могуће је да управа механички саставља изјаву о усаглашености с кодексом, а да при том претходно не утврђује у којој мери друштво заиста и примењује препоруке. Имајући у виду слабу екстерну контролу коју врши тржиште, а нарочито институционални инвеститори, може се очекивати да се оваква пракса и у будућности настави. Ако директоре не погађају никакве санкције због нетачне изјаве о корпоративном управљању (на пример, статусне у виду разрешења, имовинске у виду накнаде штете или казнене), као ни сама акционарска друштва (на пример, у виду снижавања цена акција), што је у Србији тренутно реалност, директори немају подстицај да улажу додатне напоре како би истински приказали усаглашеност корпоративног управљања друштва с добром праксом садржаном у релевантном кодексу. Штавише, савестан рад директора и реалан приказ стања корпоративног управљања може да нанесе штету друштву у условима непостојања и неразумевања културе одступања од одредаба кодекса. Тржиште може погрешно да схвати изјаву друштва да није усаглашено с одређеним препорукама кодекса, чак и ако је то било ваљано образложено.⁸⁰ Како је развој културе одступања предуслов

Енергопројект холдинг, АЛФА-ПЛАМ, МПП Јединство, Металац), док два примењују Кодекс КУ ПКС (Аеродром Никола Тесла и Комерцијална банка). Подаци доступни на интернет сајту Београдске берзе: <http://www.belex.rs/>.

⁸⁰ У теорији је указано на то да се и поред прокламоване флексибилности, кодексима корпоративног управљања остварује ефекат стандардизације, што значи

ефикасне примене регулативе корпоративног управљања засноване на „примени или објасни“ правилима, веома је важно уложити велики напор у правцу едукације друштва, али и инвеститора, како би се схватио прави значај овог начина регулативе, а нарочито вредност адекватног образложења за случај одступања од конкретног правила. У том погледу, Препорука Европске комисије о „примени или објасни“ правилима може представљати добру полазну основу.

Dr. Vuk Radović

Associate Professor

University of Belgrade Faculty of Law

DEVELOPMENT OF CULTURE OF DEPARTURE FROM “COMPLY OR EXPLAIN” RULES OF CORPORATE GOVERNANCE

Summary

Modern concept of corporate governance regulation is based on the existence of “comply or explain” rules. They offer to companies the choice between application and non-application, and in later case companies are required to inform public by giving meaningful explanation for making that decision. The whole system is founded on the quality of reporting in case of departure, because if it is not working, corporate governance codes cannot achieve goals they were meant to accomplish. Comparative and national corporate practice shows number of deficiencies in this regard, which is why great efforts have been made in order to remove them. The newest European Commission Recommendation about „comply or explain“ rules represents the first important attempt to regulate this topic on supranational level. In this article, the author advocates for development of culture of departure from “comply or explain” rules, so that the companies become aware that departure is not per se bad, because it enables adjustment of uniform rules of corporate governance to the specificities of a concrete company. This approach can result in more efficient governance of companies, and permanent development of more demanding good corporate governance standards. This topic is of great importance for Serbia, taking into consideration the fact that Serbian companies almost always give positive annual corporate governance

да *de facto* он води сличним последицама као и законска регулатива. О разлозима више вид.: G. Hertig, 9–10.

statement, which means that they are formally completely in accordance with the rules of the applicable corporate governance code. However, the reality is somewhat different.

Key words: *Corporation. – Corporate Governance Code. – “Comply or explain“ Rules. – Soft Law. – Law on Business Organizations.*