

**Др Борко Михајловић\***

Стручни чланак  
УДК: 334,71:347.72  
DOI: 10.46793/GP.1102.83M

## **ОДРЖИВО КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ КАО УСЛОВ ДУГОРОЧНОГ РАЗВОЈА ПРИВРЕДНИХ ДРУШТАВА<sup>1</sup>**

Рад примљен: 10. 12. 2020.  
Рад исправљен: 18. 12. 2020.  
Рад прихваћен за објављивање: 22. 12. 2020.

Европска комисија је октобра 2020. године у свом програму рада за 2021. годину предвидела подношење низа законодавних предлога у циљу постизања одрживог корпоративног управљања, које представља неопходан услов одрживог пословања привредних друштава. Основни предмет овог рада управо је анализа очекиваних, претпостављених промена у правном регулисању корпоративног управљања у ЕУ. Ову анализу аутор је извршио на основу закључака изнетих у студији Европске комисије о дужностима директора и одрживом корпоративном управљању, која ће послужити као основ за спровођење најављене реформе. Аутор се у раду најпре, у кратким цртама, бави основним особинама концепта одрживог пословања привредних друштава и његовом повезаношћу са одрживим корпоративним управљањем. У средишњем делу рада, аутор издваја промене које сматра најзначајнијим делом будуће реформе: 1) промене у вези са институтом посебних дужности директора; 2) друге могуће измене правног режима корпоративног управљања (измене Директиве ЕУ о правима акционара у циљу промовисања дугорочног инвестирања и дужег задржавања својства акционара у истом привредном друштву, промене везане за састав одбора директора и механизме утврђивања накнада директорима).

**Кључне речи:** одрживо корпоративно управљање, одрживо пословање привредних друштава, посебне дужности, директор, реформа корпоративног управљања у праву ЕУ.

---

\* Доцент Правног факултета Универзитета у Крагујевцу, [bmihajlovic@jura.kg.ac.rs](mailto:bmihajlovic@jura.kg.ac.rs)

<sup>1</sup> Рад је резултат истраживања на пројекту Правног факултета Универзитета у Крагујевцу „Усклађивање правног система Србије са стандардима Европске уније”.

## I УВОД

Корпоративно управљање се најчешће дефинише као скуп правила и пракси о најделотворнијем начину управљања и контроли пословања привредних друштава, али и као механизам за уређење односа између различитих страна заинтересованих за пословање привредних друштава (стејкхолдера).<sup>2</sup> Оно неспорно има значајан утицај на глобалну привреду, укупан економски раст, услове пословања на тржишту, финансијску стабилност тржишта, његов интегритет и поверење грађана и шире јавности у привреду и тржиште, ниво инвестиција, као и на дугорочни развој и успешно пословање привредних друштава.<sup>3</sup> Корпоративно управљање предмет је различите правне регулативе садржане у законима који регулишу материју привредних друштва и у кодексима корпоративног управљања, који су, иако правно необавезујући, веома присутно средство за успостављање добрих пракси управљања привредним друштвима. Садашња правна регулатива корпоративног управљања настоји да одговори на бројна питања од значаја за успешно функционисање и пословање привредних друштава. У њеном средишту налазе се три агенцијска проблема корпоративног управљања, дефинисана од стране америчке правне и економске теорије из друге половине XX века, и проналажење одговарајућих механизма за њихово ублажавање.<sup>4</sup> Регулотива корпоративног управљања тражи и одговоре на питања везана за организацију и моделе управљања привредним друштвима, међусобни однос органа привредних друштава, састав и структуру органа друштава, проналажење одговарајућих пракси управљања у малим и средњим привредним друштвима, као и у породичним друштвима итд.<sup>5</sup> Промењене друштвене околности, појаве и догађаји намећу измене или допуне садржине регулативе корпоративног управљања, а све у циљу прилагођавања корпоративног управљања новим друштвеним проблемима и питањима.

---

<sup>2</sup> О појму корпоративног управљања вид. М. Васиљевић, *Корпоративно управљање и агенцијски проблеми (I део)*, *Анали Правног факултета у Београду* бр. 1, 2009, 5-6; Кодекс корпоративног управљања, *Службени Гласник РС*, бр. 99/2012.

<sup>3</sup> Organization of Economic Cooperation and Development (OECD), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris, 7. доступно на: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>, датум посете 04.12.2020.

<sup>4</sup> О појму агенцијских проблема корпоративног управљања вид. В. Радовић, *Утицај агенцијских проблема на право акционарских друштава и корпоративно управљање*, у: *Корпоративно управљање – зборник радова* (ур. М. Васиљевић), *Правни факултет Универзитета у Београду*, Београд 2008, 237-238; М. Васиљевић, *op. cit.*, 6-10.

<sup>5</sup> Садржина кодекса корпоративног управљања, која указује на најзначајнија питања које обухвата правна регулатива корпоративног управљања у упоредном праву доступна је на интернет страници Европског института за корпоративно управљање (*European Corporate Governance Institute- ECGI*): <https://ecgi.global/content/codes>, датум посете 07.12.2020.

Промене режима корпоративног управљања посебно су неопходне у временима великих друштвених и економских криза, које истовремено најчешће означавају „нови почетак“ у развоју друштва, привреде, тржишта.

Актуелни друштвени тренутак, обележен глобалном пандемијом коронавируса и далекосежним последицама које ће она несумњиво имати на светску економију, чини се правим тренутком за постављање суштинских питања значајних за свеукупни будући друштвени и економски развој. И као што нам пандемија показује да се управљање кризом коју је она изазвала све чешће своди на проналажење равнотеже између здравља и економије, на сличној равнотежи се већ дуги низ година заснива читаво друштвено и економско уређење земаља чија привреда почива на принципима капитализма. Савремена капиталистичка друштва тако покушавају да пронађу равнотежу између животне средине и економије, технолошког напретка и опстанка биљних и животињских врста, добробити садашњих и перспективе будућих генерација итд. У циљу једноставнијег проналажења те равнотеже, одавно је осмишљен концепт одрживог развоја, чија би права и суштинска имплементација довела до промене принципа на којима се заснива савремено друштво. Начини проналажења те равнотеже и да ли је (само) она (равнотежа) довољна или је крајње време да „неекономски“ интереси добију првенство питања су која свакако превазилазе предмет овог рада, па се задржавамо на констатацији да је у актуелном тренутку никад очигледније да је одрживи развој неизбежан услов опстанка планете и наше цивилизације.

Значајну (могуће и најзначајнију) улогу у остваривању одрживог развоја несумњиво имају привредна друштва, и то не само она која се сматрају великим (мултинационалним) корпорацијама, већ и она која спадају у групу малих и средњих друштава (при чему не споримо да величина привредног друштва сразмерно утиче на његов значај за остваривање одрживог развоја). У том смислу креиран је и дефинисан концепт одрживог пословања привредних друштава или корпоративне одрживости (енгл. *corporate sustainability*), који се суштински бави доприносом привредних друштава свеукупном одрживом развоју. Овај концепт до сада углавном није био предмет правне регулативе корпоративног управљања, иако је у правној литератури деценијама присутна дебата о (промењеној) улози привредних друштава у савременом друштву, из које се и развио савременији концепт одрживог пословања друштава. Последњих година све су учесталији позиви за променом циља пословања привредних друштава<sup>6</sup> и основних принципа њиховог пословања.<sup>7</sup> Истиче се да

---

<sup>6</sup> Циљ пословања привредних друштава у раду схватамо као разлог и сврху постојања савременог привредног друштва, којем држава својом правном регулативом додељује правни субјективитет и, по правилу, привилегију ограничене одговорности чланова. Тако схваћен општи циљ пословања свих привредних друштава треба разликовати од циља стицања добити, који је неспорно појединачни, посебни циљ видљив у акту о оснивању привредног друштва.

је крајње време за суштинску, фундаменталну промену јер постепена промена није више довољна за постизање одрживог развоја планете.<sup>8</sup> Основни разлози за промену природе и суштине привредних друштава су растућа деградација животне средине, друштвена неједнакост и неповерење у савремено тржиште.<sup>9</sup>

Поменута академска дебата све више постаје предмет интересовања законодаваца широм света. Основни подстицај за настанак овог рада управо је најављена законодавна интервенција Европске уније (ЕУ) у области корпоративног управљања, а у циљу доприноса одрживом развоју. Наиме, Европска комисија је октобра 2020. године у свом програму рада за 2021. годину предвидела подношење низа законодавних предлога у циљу постизања одрживог корпоративног управљања (енгл. *sustainable corporate governance*).<sup>10</sup> Садржина законодавних предлога може се наслутити на основу скорашње студије Европске комисије о дужностима директора и одрживом корпоративном управљању, објављене јула 2020. године,<sup>11</sup> али и недавно објављеног извештаја Комитета за правна питања Европског парламента о одрживом корпоративном управљању, којим се (барем у овој фази) потврђује воља за спровођењем реформе.<sup>12</sup> Основни предмет овог рада управо је анализа очекиваних, претпостављених промена које би могле да уследе у правном регулисању корпоративног управљања у ЕУ. Ту анализу ћемо извршити кроз процену могућег садржаја будућих законодавних предлога на основу

---

<sup>7</sup> В. Sjäffell, С. Bruner, *Corporations and sustainability*, у: Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability (ур. В. Sjäffell, С. Bruner), Cambridge, Cambridge University Press 2019, 3-12; В. Sjäffell, М. Taylor, *Clash of Norms: Shareholder Primacy vs. Sustainable Corporate Purpose*, International and Comparative Corporate Law Journal бр. 3, 2019, 54-60; Н. Ahlström, *Policy Hotspots for Sustainability: Changes in the EU Regulation of Sustainable Business and Finance*. Sustainability бр. 2, 2019, 1-3. (доступно на <https://www.mdpi.com/2071-1050/11/2/499/htm>, датум посете 01.12.2020.)

<sup>8</sup> В. Sjäffell, I. Lynch Fannon, *Corporate Sustainability Gender as an Agent for Change?*, у: Corporate Sustainability. Gender as an Agent for Change (ур. В. Sjäffell, I. Lynch Fannon), Cambridge, Cambridge University Press 2018, 350.

<sup>9</sup> С. Mayer, *The Future of the Corporation and the Economics of Purpose*, ECGI Working Paper Series in Finance бр. 710, 2020, 1. (доступно на [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3731539](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3731539), датум посете 05.12.2020.)

<sup>10</sup> European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - Commission Work Programme 2021 (A Union of vitality in a world of fragility)*, Brussels, 19.10.2020, COM(2020) 690 final.

<sup>11</sup> European Commission (DG Justice and Consumers), *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, Brussels, European Union, 2020.

<sup>12</sup> European Parliament, Committee on Legal Affairs (Rapporteur: Pascal Durand, MEP), *Report on sustainable corporate governance*, Brussels, 02.12.2020., 2020/2137(INI).

закључака изнетих у поменутој студији Европске комисије,<sup>13</sup> која ће послужити као основ за спровођење реформе. Пре него што приступимо анализи питања која чине предмет овог рада, осврнућемо се укратко на концепт одрживог пословања привредних друштава, чија потпуна реализација представља уједно и крајњи циљ жељеног одрживог корпоративног управљања.

## II О КОНЦЕПТУ ОДРЖИВОГ ПОСЛОВАЊА ПРИВРЕДНИХ ДРУШТАВА

Концепт одрживог пословања привредних друштава или корпоративне одрживости један је у низу концепата чија је сврха промовисање и остваривање ширих друштвених циљева кроз пословање привредних друштава, као основних и најзначајнијих организационих облика обављања привредне делатности. Поред овог концепта, неки од концепата који се на различите, али углавном сличне, начине баве улогом привредних друштава у савременом друштву, или неопходном повезаношћу привредних субјеката и друштва, су друштвена одговорност компанија или корпоративна друштвена одговорност (која свакако заузима најзначајније место међу другим концептима о којима говоримо),<sup>14</sup> одговорно пословно понашање, корпоративни одрживи развој, корпоративно грађанство, еколошки менаџмент и др. Може се рећи да су сви ти концепти резултат вишедеценијске дебате о улози и доприносу привредних друштава широј друштвеној заједници, која је најчешће вођена унутар добро познатог сукоба између присталица теорије приоритета чланова/акционара (акционарска теорија, енг. ) и теорије заступљености различитих носилаца интереса у привредном друштву (стејкхолдерска теорија, енг. ).<sup>15</sup> Концепт одрживог пословања привредних друштава, као и други њему слични концепти, несумњиво су произашли из стејкхолдерског приступа циљу пословања привредног друштва.

Концепт одрживог пословања привредних друштава предмет је бројних, мање или више различитих дефиниција, као и различитих тумачења његових основних елемената. Овде указујемо само на основне поставке и чињенице које нису предмет спорења. Неспорним изгледају две чињенице: 1) одрживо пословање привредних друштава произилази из ширег концепта одрживог развоја, при чему су ова два концепта нераскидиво повезана (концепт одрживог

---

<sup>13</sup> О недостацима студије и анализе спроведене у њој вид. М. Roe, Н. Spamann, Ј. Fried, С. Wang, *The European Commission's Sustainable Corporate Governance Report: A Critique*, ECGI Working Paper Series in Finance бр. 553, 2020 (доступно на [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3711652](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3711652), 12.12.2020.)

<sup>14</sup> Вид. М. Васиљевић, *Друштвена одговорност компанија (Од политике, преко морала, до права)*, Анали Правног факултета у Београду бр. 1, 2013, 6-8.

<sup>15</sup> О садржини поменуте дебате вид. М. Gelter, *Taming or Protecting the Modern Corporation? Shareholder-Stakeholder Debates in Comparative Light*, ECGI Working Paper Series in Law бр. 165, 2010.

развоја и даље се најчешће одређује према дефиницији тзв. Брунтландове комисије из 1987. године, према којој оно представља „развој који задовољава потребе данашњице, при чему не угрожава способност будућих генерација да задовоље своје потребе“<sup>16</sup>; 2) три основне и подједнако важне компоненте одрживог пословања привредних друштава су еколошка, друштвена (социјална) и економска (на истим компонентама заснован је и концепт одрживог развоја).<sup>17</sup> Наведене чињенице препознаје и Шјефјел (Beate Sjøfjell) у својој често цитираној дефиницији одрживог пословања привредних друштава, коју из тог разлога прихватамо за потребе овог рада. Према Шјефјел, одрживо пословање привредних друштава (корпоративна одрживост) подразумева стварање вредности од стране свих економских актера на начин који је: 1) еколошки одржив у смислу пружања дугорочне стабилности и отпорности екосистема који подржавају људски живот, 2) друштвено (социјално) одржив у смислу олакшавања и омогућавања поштовања и промовисања људских права и 3) економски одржив у смислу задовољавања економских потреба неопходних за стабилна и отпорна друштва (у социолошком смислу).<sup>18</sup> Из ове дефиниције произилази потпуно другачија улога привредног друштва у савременом свету и његова окренутост ка ширим друштвеним интересима. И док нема дилеме да циљ пословања привредног друштва обухвата задовољење интереса друштва (у социолошком смислу), не сме се, приликом анализе концепта одрживог пословања привредних друштава, занемарити ни чињеница да само привредно друштво које је пословно одрживо и стабилно може да допринесе одрживости на глобалном нивоу. Ипак, из концепта одрживог пословања произилази обавеза за привредна друштва да до пословног успеха и стабилности долазе само уз поштовање принципа еколошке, друштвене (социјалне) и економске одрживости.

### III ПУТ КА ОДРЖИВОМ ПОСЛОВАЊУ ПРИВРЕДНИХ ДРУШТАВА У ЕУ

Неспорно најзначајнији дугорочни стратешки циљ ЕУ у овом тренутку везује се за тзв. Европски зелени договор (енг. *European Green Deal*),<sup>19</sup> под

---

<sup>16</sup> Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future, доступно на: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>, датум посете: 28.11.2020.

<sup>17</sup> D. Cristian Duran et al., *The Components of Sustainable Development - A Possible Approach*, *Procedia Economics and Finance* бр. 26, 2015, 806-811.

<sup>18</sup> B. Sjøfjell, *Achieving Corporate Sustainability: What is the role of the shareholder, y: Shareholders' Duties in Europe* (ур. Н. Birkmose), Wolters Kluwer - Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, 2017, 378.

<sup>19</sup> European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee*

којим се подразумева листа појединачних циљева, стратегија и активности које ће ЕУ спроводити у наредним деценијама са крајњим циљем развоја европске економије и друштва потпуно заснованих на принципима одрживог развоја. Одрживо пословање привредних друштава један је од значајних фактора који утиче на реализацију описаног стратешког циља ЕУ. Пут ка одрживом пословању води преко успостављања механизма и пракси одрживог корпоративног управљања, које је основна претпоставка одрживог пословања привредних друштава.

И студија Европске комисије о дужностима директора и одрживом корпоративном управљању препознаје одрживо корпоративно управљање као неопходан услов одрживог пословања привредних друштава. Емпиријска истраживања чији су резултати представљени у студији показују да је основни проблем савремених великих привредних друштава на путу ка одрживом пословању давање првенства краткорочним интересима (који се најчешће свде на што брже остваривање добити).<sup>20</sup> Узроци наведеног проблема, према наведеној студији, су повезани са постојећим регулаторним оквиром и праксама корпоративног управљања.<sup>21</sup> Зато се предлаже измена и допуна регулаторног оквира корпоративног управљања у праву ЕУ, која би следствено утицала и на промену пракси корпоративног управљања. Истраживање спроведено за рачун Европске комисије показује да будућа законодавна интервенција ЕУ у овој области треба да обухвати седам конкретних питања и проблема: 1) дужности директора и појам интереса привредног друштва тумаче се уско и најчешће тако да обухвате искључиво краткорочну максимизацију вредности за акционаре/чланове друштва; 2) све јачи притисак од стране инвеститора који имају краткорочне циљеве (и планове) доприноси све већој усмерености управе друштва на остваривање краткорочне финансијске добити за акционаре/чланове, а на рачун дугорочног стварања вредности; 3) привредна друштва немају стратешко опредељење у вези са одрживим пословањем, а у постојећој пословној пракси не постоји механизам за ефикасно дефинисање и управљање ризицима и утицајима на одрживо пословање; 4) механизми утврђивања накнада члановима управе привредних друштава подстичу усредсређеност управе на краткорочно стварање вредности за акционаре/чланове друштва, уместо на дугорочно стварање вредности за привредно друштво; 5) састав одбора директора не доприноси жељеној промени на путу ка одрживом развоју; 6) постојећи регулаторни оквир и праксе корпоративног управљања не истичу у довољно мери значај дугорочних интереса различитих заинтересованих страна (стејкхолдера); 7) могућност за

---

*and the Committee of the Regions-European Green Deal*, Brussels, 11.12.2019, COM(2019) 640 final.

<sup>20</sup> European Commission (DG Justice and Consumers), *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, 9-31.

<sup>21</sup> *Ibid.*, 40.

подношење тужби за повреду дужности директора да делује у дугорочном интересу привредног друштва су ограничене.<sup>22</sup>

Из наведених питања и проблема произилази да се очекивана, претпостављена промена правне регулативе корпоративног управљања у праву ЕУ првенствено односи на промену постојећег правног режима посебних дужности директора и успостављање нових дужности одбора директора везаних за промовисање одрживог пословања. Зато ћему се у наставку раду бавити управо очекиваним променама у вези са тим институтом компанијског права, док ћемо након тога извршити анализу других могућих измена правног режима корпоративног управљања (измене Директиве ЕУ о правима акционара у циљу промовисања дугорочног инвестирања и дужег задржавања својства акционара у привредном друштву, промене везане за састав одбора директора и механизме утврђивања накнада директорима).

#### **IV ОЧЕКИВАНЕ ИЗМЕНЕ ПРАВНОГ РЕЖИМА ПОСЕБНИХ ДУЖНОСТИ ДИРЕКТОРА**

Посебне дужности директора према привредном друштву<sup>23</sup> неспорно су један од најзначајнијих института компанијског права и корпоративног управљања. Две основне врсте посебних дужности директора у упоредном компанијском праву, као и у већини националних законодавстава, су дужност пажње и дужност лојалности.<sup>24</sup> Мноштво питања значајних за регулисање, тумачење и примену ових дужности било је предмет проучавања у правној литератури, а општим, заједничким, али и најважнијим закључком бројних аутора (на који упућују и поједини емпиријски показатељи) можемо сматрати тај да институт посебних дужности према привредном друштву не проналази праву, адекватну и довољно често примену у већини правних система широм света. Наведени закључак највише се односи на земље континентално-европске правне традиције, али се у великој мери може сматрати примењивим и на земље које припадају англосаксонском правном кругу (па чак и на америчко право, у којем овај институт има највећу примену). И поред „општег неуспеха“ института посебних дужности, барем ако тај успех оцењујемо само према броју судских поступака вођених због повреде дужности, очекивана реформа

---

<sup>22</sup> *Ibid.*

<sup>23</sup> У српском праву, као и у правима неких других земаља, институт посебних дужности не односи се само на директоре, већ и на поједина друга лица која имају утицај на управљање и пословање привредних друштава. У раду ћемо се ограничити на анализу дужности директора, као неспорно најзначајнијих субјеката дужности у великим привредним друштвима, а због чињенице да ће управо велика друштва бити у фокусу реформе европског законодавца.

<sup>24</sup> Вид. Модел европског компанијског закона (European Model Company Act, доступно на: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2929348](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2929348); датум посете: 01.11.2020), чл. 9.03. и 9.04.



компанијског права и корпоративног управљања ЕУ ставља у први план управо овај институт и додељује му „главну улогу“ у проналажењу европског пута ка одрживом корпоративном управљању и одрживом пословању привредних друштава уопште.

Три елемента института дужности директора према привредном друштву од посебног су значаја за остваривање одрживог корпоративног управљања и намећу се као питања која би требало да буду предмет будуће регулативе. Реч је о правилима којима се регулише објекат посебних дужности (односно према коме су те дужности установљене), затим о садржини посебних дужности (нарочито садржини дужности пажње), као и о правилима која регулишу питање одговорности за повреду дужности.

Објекат посебних дужности у свим земљама ЕУ, као и у Србији, је привредно друштво, као посебан правни субјекат, односно „интерес привредног друштва“, који би требало разликовати од интереса чланова друштва (власника друштва у економском смислу).<sup>25</sup> Другим речима, основна дужност директора се у већини европских земаља своди на поступање у (најбољем) интересу привредног друштва. Не желећи да улазимо у детаље добро познате академске расправе о циљу пословања привредног друштва, која је од значаја и за утврђивање садржине појма интереса друштва, истичемо да овај појам још увек није јасно и прецизно дефинисан. Анализа правне литературе и поједина практична истраживања о тумачењу и примени појма „интерес привредног друштва“ показују да се исти најчешће изједначава са интересом чланова друштва.<sup>26</sup> Наиме, услед недостатка јасно дефинисаног значења интереса привредног друштва, у пракси доминира друштвена (неправна) норма о давању првенства интересима акционара (енгл. *shareholder primacy norm*), односно чланова друштва, која најчешће подразумева вршење посебних дужности директора искључиво (или барем претежно) у циљу стварања вредности за акционаре/чланове друштва (коју они остварују кроз расподелу добити привредног друштва). У поменутој литератури се наводи да је постојање друштвене норме о давању приоритета акционарима основна препрека за остваривање одрживог корпоративног управљања и одрживог пословања привредних друштава, али и основни разлог тренутно преовлађујућег поступања директора, којим се првенствено тежи задовољењу краткорочних интереса акционара/чланова друштва кроз што брже стицање профита.<sup>27</sup>

---

<sup>25</sup> C. Gerner-Beuerle, P. Paech, E. P. Schuster, *Study on directors' duties and liability*, London, 2013, 63.

<sup>26</sup> B. Sjøfjell et. al., *Shareholder Primacy: The Main Barrier to Sustainable Companies*, у: *Company Law and Sustainability: Legal Barriers and Opportunities* (ур. B. Sjøfjell, B. Richardson), Cambridge University Press, Cambridge, 2015, 82-86.

<sup>27</sup> *Ibid.*

Описани проблем предмет је и студије Европске комисије о дужностима директора и одрживом корпоративном управљању, којом се као његово најбоље и најделотворније решење предлаже усвајање нове директиве ЕУ, којом би се објекат посебних дужности и интерес привредног друштва суштински дефинисали према постулатима на којима почива тзв. стејкхолдерска теорија. Према студији, новом директивом захтевало би се од директора привредног друштва да, поступајући у интересу друштва, пажљиво балансирају између интереса акционара/чланова, дугорочних интереса друштва (који превазилазе петогодишњи и десетогодишњи период развоја привредног друштва), запослених, потрошача, локалне и глобалне заједнице, друштва (у социолошком смислу) у целини.<sup>28</sup> На први поглед, предлог доношења нове директиве, која би била заснована на у теорији одавно познатом, као и у појединим законодавствима препознатом стејкхолдерском моделу, не би представљао велику новину, нити би то био погодан механизам за остваривање суштинске, радикалне промене пословања привредних друштава којој се тежи. Било које балансирање интереса подразумева нове нејасноће, неодређености, непрецизности, додељивање директорима прешироких дискреционих овлашћења, чију садржину је тешко утврдити или ограничити. Ови добро познати аргументи противника стејкхолдерске теорије не смеју пак бити разлог за одустајање од спровођења реформе и промене дефинисања објекта посебних дужности. Напротив, евентуалном будућом директивом треба узети у обзир све наведене аргументе и настојати пронаћи решење које у највећој могућој мери прецизира, конкретизује начине балансирања интереса и међусобни однос и хијерархију између различитих заинтересованих страна чије интересе директори треба да доведу у равнотежу. Успех нове директиве највише зависи од мере којом ће се захтевана јасноћа и прецизност постићи, иако дуготрајна искуства и анализе института посебних дужности показују да је то веома тешко оствариво (можда чак и немогуће).

Стварању јасних и прецизних правила понашања директора знатно би допринела донекле измењена садржина посебних дужности директора. Наиме, из анализираних студија Европске комисије произилази могућност усвајања три посебна правила која би се односила на садржину посебних дужности, а којима би се прописале конкретне обавезе директора или одбора директора у циљу промовисања одрживог пословања привредних друштава. Прво, елемент дужности пажње постала би обавеза директора да, најпре, утврди факторе и ризике који утичу на одрживост привредног друштва, а потом да ублажи штетне последице претходно дефинисаних фактора и ризика који утичу како на интерну тако и на екстерну одрживост.<sup>29</sup> Интерну одрживост треба схватити као дугорочно и стабилно пословање самог привредног друштва и предуслов

---

<sup>28</sup> European Commission (DG Justice and Consumers), *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, 51.

<sup>29</sup> *Ibid.*, 51-52.

његове екстерне одрживости, док екстерна одрживост подразумева генерални допринос друштва глобалном одрживом развоју.<sup>30</sup> Друго, одбор директора би био дужан да у пословну стратегију интегрише различите аспекте одрживости (ризике, прилике, утицаје), као и да утврди и интегрише у ту стратегију мерљиве, специфичне, временски ограничене и научно засноване циљеве у погледу одрживог пословања. Наведене обавезе пратила би обавеза објављивања података о (не)испуњеним циљевима, што би био вид провере поступања у складу са пословном стратегијом.<sup>31</sup> Треће, нова директива могла би да предвиди захтев за успостављање механизма за активно укључивање интерних и екстерних заинтересованих страна (стејкхолдера) у процесу идентификовања, спречавања и ублажавања ризика и утицаја на одрживо пословање (а све то у оквиру горе поменуте пословне стратегије привредног друштва).<sup>32</sup> Иако студија о томе не говори, а полазећи од зацртаних циљева ЕУ, реално је очекивати и озбиљно разматрање могућности значајне и суштинске модификације садржине дужности пажње, која би подразумевала установљавање обавезе директора да осигура „одрживо стварање вредности“ (енгл. *sustainable value creation*) од стране привредног друштва. Предлог ове значајне модификације потиче од све утицајније истраживачке групе из Осла, која је у оквиру недавно окончаног SMART (*Sustainable Market Actors for Responsible Trade*) пројекта предложила суштинске и веома радикалне реформе компанијског права и корпоративног управљања ЕУ у циљу промовисања одрживог пословања привредних друштава (очигледан је утицај предлога ове истраживачке групе на студију Европске комисије на основу које се очекују њени законодавни предлози у вези са одрживим корпоративним управљањем).<sup>33</sup>

Неопходну допуну прописивању правила о објекту и садржини посебних дужности несумњиво представљају правила о одговорности директора за повреду прописаних дужности. Та правила се традиционално сматрају најслабијом кариком целокупног института, посебно у европским земљама. Узроцима те слабости обично се сматрају познати недостаци који прате подношење деривативне тужбе (непостојање адекватне мотивације и подстицаја за покретање судског поступка услед непостојања непосредне економске користи за деривативне тужиоце, ризик сношења трошкова поступка од стране тужилаца у случају губитка спора), као и чињеница да је овлашћење за подношење тужбе додељено само привредном друштву и

---

<sup>30</sup> B. Mihajlović, *The Role of Consumers in the Achievement of Corporate Sustainability through the Reduction of Unfair Commercial Practices*, Sustainability бр. 12, 2020, 5 (доступно на: <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/3/1009/html>, датум посете 11.12.2020.)

<sup>31</sup> European Commission (DG Justice and Consumers), *Study on directors' duties and sustainable corporate governanc.*, 54-55.

<sup>32</sup> *Ibid.*, 57-58.

<sup>33</sup> Основни и најзначајнији закључци и предлози реформи SMART пројекта доступни су на: [https://www.smart.uio.no/reform\\_proposals](https://www.smart.uio.no/reform_proposals), датум посете 02.12.2020.

члановима друштва (у оквиру правила о деривативној тужби). Можемо претпоставити да ће Европска комисија у састављању текста предлога нове директиве о посебним дужностима размотрити две могућности које постају све већи предмет интересовања правних теоретичара, али и појединих националних законодаваца: 1) додељивање овлашћења за подношење тужбе појединим (екстерним) заинтересованим странама; 2) предвиђање извесног учешћа посебног регулаторног (јавноправног) тела које врши контролу пословања привредних субјеката, а које би било задужено за спровођење нових правила о посебним дужностима.<sup>34</sup> Примена обе могућности условљена је начином одређивања објекта посебних дужности, али и дефинисањем циља пословања привредних друштава (ако оно буде било предмет будуће регулативе). Наиме, непосредно, директно проширење објекта дужности или циља пословања тако да они обухватају и интересе других стејхолдера (поред чланова друштва) значило би да постоји оправдање и за проширење круга лица која имају право на подношење (деривативне) тужбе за повреду посебних дужности. Ако би нови објекат дужности или нови циљ пословања обухватао и шире друштвене интересе или ако се исти у одређеној мери односе на циљеве одрживог развоја или одрживог пословања, онда би тако дефинисани објекат дужности и циљ пословања отворили врата за учешће регулаторних јавних тела задужених за надзор над радом пословања привредних субјеката у контроли примене посебних дужности. Најзаступљенији противаргумент за учешће регулаторних тела је тај да нема правно-политичког оправдања за мешање субјеката јавног права у пословање привредних друштава, које се односи првенствено на приватне интересе лица на које то пословање утиче.<sup>35</sup> Међутим, прихватање постојања и законско регулисање улоге привредних друштава у остваривању врсте јавног интереса, а то одрживи развој свакако јесте, умањило би јачину и смисао изнетог противаргумента. На крају, вредно је помена ново француско законодавство које захтева посебне мере предострожности великих привредних друштава у вези са утицајем њиховог пословања на људска права и животну средину (фран. *loi de vigilance*), а чије непоштовање даје право сваком заинтересованом лицу да покрене судски поступак против привредног друштва у којем може захтевати престанак незаконитог понашања, док оштећена лица могу захтевати накнаду штете у посебном поступку.<sup>36</sup> У пракси је забележено неколико случајева покретања поступака од стране невладиних организација или појединих јавноправних тела на основу новог законодавства, што свакако

<sup>34</sup> J. Quinn, *The Sustainable Corporate Objective: Rethinking Directors' Duties*, Sustainability бр. 11, 2019, 9-10 (доступно на: <https://www.mdpi.com/2071-1050/11/23/6734>, 01.12.2020.); A. Keay, *The Public Enforcement of Directors' Duties: A Normative Inquiry*, Common Law World Review бр. 2, 2014, 89-90.

<sup>35</sup> Ј. Величковић, *Деривативна тужба: компанијско-правна и процесно-правна анализа*, докторска дисертација, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2019, 231.

<sup>36</sup> Loi n° 2017-399 du 27 mars 2017 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre.

чини овај модерни француски закон позитивним примером који завређује пажњу европског законодавца приликом одабира правог механизма одговорности за повреду правила о посебним дужностима директора.

## V ОЧЕКИВАНЕ ДРУГЕ ИЗМЕНЕ

Друге измене правног режима корпоративног управљања представљају допуну описаних основних измена које дотичу нека питања од суштинског значаја за компанијско право, дефинисање његових основних појмова и уређивање елементарних института. Друге потенцијалне измене можемо поделити у три групе: 1) измене у циљу смањења притиска инвеститора на директоре да теже постизању искључиво краткорочних економских циљева, као и оне којима се подстиче развој дугорочних односа акционара/чланова друштва са друштвом у којем имају то својство; 2) измена начина утврђивања накнада директора привредних друштава; 3) измена састава одбора директора.

Присуство готово искључиво краткорочних интереса већине институционалних инвеститора за пословање великих акционарских друштава у којима они имају својство акционара, а које се огледа у кратком задржавању тог својства у једном друштву и честим променама инвестиционог портфолиа, уочено је као значајна препрека за остваривање одрживог корпоративног управљања још у последњем Акционом плану ЕУ за компанијско право и корпоративно управљање из 2012. године.<sup>37</sup> Тежња за отклањањем наведене препреке била је присутна и приликом усвајања измена Директиве ЕУ о правима акционара из 2017. године.<sup>38</sup> Изменама поменуте Директиве учињен је корак у правцу промовисања дугорочнијег ангажовања институционалних инвеститора, и то првенствено кроз прописивање, на бази „примени или објасни“ механизма,<sup>39</sup> њихове обавезе да саставе и објаве своју политику учешћа у привредним друштвима у којима се појављују као акционари/улагачи (која *inter alia* садржи опис начина контроле привредних друштава у погледу њиховог утицаја на друштво и животну средину), као и да објаве како су ту

---

<sup>37</sup> European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*, Strasbourg, 12.12.2012, COM(2012) 740 final .

<sup>38</sup> Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement, *Official Journal of the European Union*, L 132/1.

<sup>39</sup> Овај механизам релативно често се користи углавном у кодексима корпоративног управљања различитих земаља. Његова примена подразумева прописивање поступања у складу са извесном обавезом, а за случај непоступања по тој обавези не примењује се правна санкција, већ је лице на које се обавеза односи дужно да поднесе детаљно и образложено објашњење разлога за непоступање.

политику имплементирали.<sup>40</sup> Институционалним инвеститорима је у истом циљу прописана и обавеза објављивања стратегије улагања.<sup>41</sup> Међутим, емпиријска истраживања показују да се тржишно понашање већине институционалних инвеститора и даље није променило и да је нова, додатна законодавна реакција ЕУ неопходна. Студија Европске комисије о дужностима директора и одрживом корпоративном управљању не даје назнаке у ком правцу би европски законодавац могао да реагује, када су у питању измене Директиве о правима акционара. Остаје нам да претпоставимо да би евентуална реакција могла да се састоји у прописивању правила која поред извештавања на бази флексибилног „примени или објасни“ механизма предвиђају и неке конкретније, применљивије обавезе институционалних инвеститора, којима би они били „принуђени“ да своје циљеве, планове, интересе остварују дугорочно.

Добар показатељ краткорочних интереса инвеститора у пословној пракси је њихов све учесталији „захтев“ за што бржим остваривањем резултата који су видљиви у периодичним или годишњим финансијским извештајима, извештајима о пословању привредног друштва или кроз цену акција на берзанском тржишту. У циљу ублажавања притиска којем су директори често изложени, а који произилази из честог објављивања и описаног значаја који се придаје видљивим, краткорочним пословним резултатима, студијом се предвиђа могућност подношења предлога забране објављивања података о очекиваним, предвиђеним резултатима пословања привредног друштва и очекиваној добити акционара на крају године.<sup>42</sup>

Коначно, треба имати у виду да се измене о којима је било речи у овом делу рада тренутно не чине извесним, а пре свега због чињенице да је Директива о правима акционара скорије претрпела значајне измене управо у циљу подстицања дугорочног учешћа акционара и промовисања њихових дугорочних интереса. Рок за имплементацију измењених одредаба Директиве у национална права држава чланица истекао је јуна 2019. године, што указује на то да је још увек рано вршити оцену ефеката тих правила, која је неопходна како би се проценила сврсисходност прописивања нових правила.

Корпоративно управљање познаје различита правила и праксе којима се кроз примену различитих механизма везивања накнаде директора за постигнуте резултате тежи повећању њихове мотивације и ефикасности. Та правила и праксе често подразумевају исплату дела накнаде или бонуса за постигнуте резултате кроз акције друштва у којем директор има тај статус. Међутим, у литератури се све чешће истиче да овај начин исплате накнаде директорима има негативан утицај на развој одрживог корпоративног управљања. Тај утицај произилази из неспорне чињенице да исплата накнаде у

---

<sup>40</sup> Директива о правима акционара бр. 2017/828, чл. 3g.

<sup>41</sup> Директива о правима акционара бр. 2017/828, чл. 3h.

<sup>42</sup> European Commission (DG Justice and Consumers), *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, 53.

акцијама мотивише директоре да се усредсреде на повећање тржишне цене акција, а не на дугорочно, стабилно и одрживо пословање привредног друштва. Већ поменути изменама Директиве о правима акционара учињени су значајни кораци ка успостављању механизма накнада који доприноси одрживом корпоративном управљању. Ту првенствено мислимо на одредбу којом се прописује да политика друштва о накнадама мора дати допринос пословној стратегији привредног друштва и његовим дугорочним интересима и одрживости, као и да она (политика о накнадама) мора садржати објашњење о начину давања тог доприноса.<sup>43</sup> Ипак, чини се да наведена одредба није довољна, па зато студија о дужностима директора и одрживом корпоративном управљању садржи два конкретна предлога који подразумевају нове измене Директиве о правима акционара: 1) регулисање могућности директора да прода акције примљене по основу накнаде (студија не говори о начину регулисања ове могућности, па претпостављамо да се мисли на забрану преноса акција у одређеном року); 2) везивање исплате бонуса за резултате мерљиве индикаторима који немају финансијску природу, а који су повезани са конкретним резултатима привредног друштва у вези са одрживим развојем и одрживим пословањем.<sup>44</sup>

На крају, можемо очекивати да ће реформа корпоративног управљања у праву ЕУ донети и једну новину у погледу састава одбора директора. Чини се да нема дилеме да одбор директора треба да чине лица која имају различита знања и искуства, која се међусобно допуњују и дају допринос развоју привредног друштва кроз приступ проблемима и питањима из своје надлежности из различитих углова. Иако пословна пракса показује да боље резултате на пољу одрживог пословања имају управо оне компаније у којима су у одбору директора заступљена лица која имају посебна знања из области одрживости, број компанија које следе ту праксу и даље је занемарљив.<sup>45</sup> Зато се може очекивати предлог нове европске директиве којом ће се од котираних акционарских друштава захтевати да члан одбора директора буде лице са посебним знањима из области корпоративне одрживости или (ако не буде било политичке воље за усвајање наведеног предлога) да приликом именовања чланова одбора (само) узму у обзир критеријум поседовања посебних, специфичних знања о принципима одрживог пословања.<sup>46</sup>

---

<sup>43</sup> Директива о правима акционара бр. 2017/828, чл. 9а ст. 6.

<sup>44</sup> European Commission (DG Justice and Consumers), *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, 55-56.

<sup>45</sup> *Ibid.*, 36-37.

<sup>46</sup> *Ibid.*, 56-57.

## VI ЗАКЉУЧАК

Иако су промене правне регулативе корпоративног управљања у праву ЕУ, а које су анализирани у овом раду, још увек само на нивоу очекивања, предвиђања, претпоставки, верујемо да ова анализа није ни преурањена ни превише оптимистична. Изнету констатацију поткрепљује чињеница да се концепти одрживог пословања привредних друштава и одрживог корпоративног управљања све више актуелизују и добијају на значају у компанијској легислативи (нарочито будућој). Најбољи показатељ и потврда ове чињенице је све очигледнији преокрет у погледу признавања значаја задовољавања ширих друштвених интереса пословањем привредних друштава, а који је видљив у правној литератури и законодавним реформама последњих година. Подсећамо да су пре само две деценије чувени амерички аутори Хансман и Кракман прогласили „крај историје корпоративног права“ и победу модела пословања привредних друштава који се своди на задовољавање економских интереса чланова друштва. „Крај историје“ није ипак довео и до краја академске дебате, у оквиру које су су наставили да се развијају све учесталији предлози о потреби корених реформи компанијског права. Међутим, до пре само неколико година изгледало је да су ти предлози превише радикални и да они неће бити утицати на креирање политика у законодавним круговима најразвијених земаља света. Потврда преокрета је најављено подношење низа законодавних предлога од стране Европске комисије у области одрживог корпоративног управљања средином 2021. године.

Анализа очекиваних промена показује нам да централно место на путу ка одрживом корпоративном управљању има можда и помало заборављени и недовољно искоришћени институт посебних дужности директора. Репформа корпоративног управљања у праву ЕУ треба да поврати улогу и значај које овај институт традиционално има у компанијским правима широм света, али и да му додели неке нове функције, које одговарају потребама и проблемима савременог друштва у коме живимо. Такву улогу и значај посебне дужности могу добити једино кроз дефинисање довољно прецизних и конкретних обавеза директора установљених у циљу промовисања дугорочно одрживог пословања и успостављање ефикасних механизма њихове примене. Постојање индикатора праћења примене принципа одрживог пословања који на основу нових научних резултата добијају на значају и у пословању привредних друштава чини се добром полазном осномом за дефинисање обавеза чија је садржина унапред утврђена, а испуњавање (релативно) једноставно проверљиво.

На крају, актуелни друштвени тренутак нас више него икада раније опомиње да се савремено привредно друштво мора променити. Ипак, та промена не сме да га (превише) удаљи од основног циља, а то је пословна стабилност и обезбеђење дугорочног успешног пословања јер само таква



привредна друштва могу допринети општој добробити, која се у данашњем времену највише везује за примену и поштовање принципа одрживог развоја.

***Borko Mihajlović, LLD\****

## **SUSTAINABLE CORPORATE GOVERNANCE AS A PREREQUISITE FOR THE LONG-TERM DEVELOPMENT OF THE COMPANIES**

### ***Summary***

*In October 2020, the European Commission has foreseen in its Work Programme 2021 submitting a few legislative proposals, aiming to achieve sustainable corporate governance, which represents a necessary condition for corporate sustainability. The main subject of this paper is the analysis of expected, assumed changes in the legal regulation of corporate governance in the EU. The analysis is based on the conclusions presented in the European Commission's Study on directors' duties and sustainable corporate governance, which will be the basis for the implementation of the announced reforms. In the first place, the author briefly deals with the basic features of the concept of corporate sustainability, and its connection with sustainable corporate governance. In the central part of the paper, the author singles out the changes that he assesses to be the most important part of the future reform: 1) changes regarding the duties of directors and 2) other possible changes of the legal regime of corporate governance (changes of the Shareholders Rights Directive, with the aim to promote long-term investment and longer retention of shareholder status in the same company, changes related to the composition of the board of directors and mechanisms for determining the remuneration of directors).*

***Key words:*** *sustainable corporate governance, corporate sustainability, special duties, director, corporate governance reform in EU law.*

---

\* Assistant Professor, Faculty of Law, University of Kragujevac.