

dr Vuk Radović, LL.M. (Pittsburgh)*

PREDNOSTI I NEDOSTACI SAMOREGULACIJE PUTEM KODEKSA KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA

Od uvođenja do danas kodekse korporativnog upravljanja prate brojne nedoumice. Zagovornici postojanja i razvoja ovog izvora mekog prava ukazuju na prednosti uređivanja materije korporativnog upravljanja kodeksima. Međutim, time se ne zanemaruju očigledni nedostaci ovog regulatornog mehanizma. U ovom radu autor će u okviru šest dilema koje prate kodekse dati određene smernice u pravcu potpunijeg sagledavanja njihovih dobrih i loših strana. U okviru prve dileme se analizira da li materiju korporativnog upravljanja uopšte treba uređivati kodeksima ili se treba i dalje držati tradicionalnih izvora kompanijskog prava i prava tržišta kapitala. Druga dilema je da li treba da postoji samo jedan nacionalni kodeks ili treba podsticati pluralitet, a samim tim i konkurenciju kodeksa. U okviru treće dileme biće više reči o tome ko su obveznici ili korisnici kodeksa korporativnog upravljanja i kako „primeni ili objasni” koncept poslednjih godina širi svoje polje primene. Četvrta dilema se svodi na vrste pravila koje kodeksi sadrže, odnosno treba da sadrže. U tom pogledu se posebno analiziraju principi, sugestije i zakonska pravila, koji nisu karakteristični za sve kodekse. Peta dilema ukazuje na to da je potrebno uložiti veliki napor kako bi se društva edukovala oko načina pravilne primene kodeksa, tj. shvatanja pravog smisla „primeni ili objasni” pravila. Konačno, poslednja dilema tiče se kontrolnih mehanizama koje treba razvijati, kako bi se obezbedila efikasna primena kodeksa korporativnog upravljanja. Generalni zaključak za Srbiju je da kodeksi korporativnog upravljanja nisu dali zadovoljavajuće rezultate, te da su promene urgentne.

Ključne reči: *Kodeks korporativnog upravljanja. – Meko pravo. – „Primeni ili objasni” pravila. – Zakon o privrednim društvima. – Akcionarsko društvo.*

* Redovni profesor, Univerzitet u Beogradu – Pravni fakultet, vuk@ius.bg.ac.rs.

Rad je nastao kao rezultat istraživanja na strateškom naučnoistraživačkom projektu „Problemi stvaranja, tumačenja i primene prava” za 2025. godinu, koji je organizovao i sproveo Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.

1. POČETNA DILEMA – ZAKON ILI KODEKS KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA?

Tradicionalno se materija korporativnog upravljanja u akcionarskim društvima uređivala normama kompanijskog prava i prava tržišta kapitala (Hopt 2013a, 16). U delu koji nije bio pokriven zakonskim rešenjima (pravne praznine) ili je bio pokriven dispozitivnim zakonskim normama uvek je dominirala samoregulacija. Praktično to je značilo sledeće – društva obavezno primenjuju korporativna zakonska pravila, a ostala pravila korporativnog upravljanja društva kroje svojim internim aktima (osnivačkim aktom, statutom, pravilnicima, i sl) krećući se u zakonskim okvirima. Tako je kombinacija regulacije i samoregulacije u oblasti korporativnog upravljanja postala uobičajen i opšteprihvaćen uporednopravni standard (Radović 2016, 1122). Vremenom je postajalo jasno da kvalitet dobre prakse korporativnog upravljanja sve više zavisi od kvaliteta samoregulacije (Radović 2016, 1123).

Ovakav uobičajeni način uređivanja materije korporativnog upravljanja je doživio velike promene kada je 1992. godine u Velikoj Britaniji usvojen Kedberijev kodeks.¹ Poznato je da je ovaj kodeks na korporativnu scenu uveo jednu novu vrstu pravila – tzv. „primeni ili objasni” pravila.² Ovaj originalni koncept se zasniva na principu modifikovane dobrovoljnosti, prema kome društvo može da primeni ili ne primeni pravilo, ali u slučaju da se opredeli za neprimenu pravila ima obavezu da to obznani javnosti, kao i da navede razloge zbog kojih je to učinjeno (adekvatno obrazloženje). Prema tome, očuvan je princip dobrovoljnosti, koji je oduvek bio zaštitni znak samoregulacije, a blago je korigovan obavezom objavljivanja za slučaj odstupanja (Radović 2015, 24–25).

Od uvođenja do danas „primeni ili objasni” pravila su postala standardni mehanizam uređivanja materije korporativnog upravljanja. Ova pravila se uobičajeno kodifikuju, a te kodifikacije se nazivaju kodeksi korporativnog upravljanja. Prema prikupljenim podacima OECD-a za 2025. godinu, 83% država ima kodekse korporativnog upravljanja koji se zasnivaju na „primeni ili objasni” ili drugom sličnom pristupu, a šest država (Kostarika, Hongkong, Izrael, Meksiko, Saudijska Arabija i Turska) prihvata mešoviti sistem, koji kombinuje obaveznost sa „primeni ili objasni” logikom (OECD 2025). Konačno, svega tri države korporativno upravljanje zasnivaju isključivo na obavezujućim pravilima. U SAD i Indiji to su zakonska pravila i pravila o kotaciji, dok je Kina optirala za obavezujući kodeks korporativnog upravljanja.

Posebno je interesantno da SAD ne prihvata „primeni ili objasni” pravila, iako je njihov sistem u velikoj meri zasnovan na konceptima samoregulacije i objavljivanja informacija. Suprotno tome, evropsko-kontinentalni sistemi, brojne azijske, latinoameričke i centralnoameričke države nikada u ovoj oblasti nisu koristile pravila „mekog prava”, već je regulativa korporativnog upravljanja bila zasnovana na obavezujućim pravilima, a opet su, sa druge strane, prihvatili „primeni ili objasni”

1 Iako se moderno korporativno upravljanje vezuje za ovaj kodeks, uređivanje materije korporativnog upravljanja kodeksima postojalo je i ranije. Krajem 70-ih godina prošlog veka nastali su prvi kodeksi u SAD, da bi 1989. godine kodeks usvojila Hongkongška berza, a 1991. godine i Irska asocijacija investicionih menadžera (Aquilera, Cuervo-Cazurra 2004, 420).

2 U teoriji se ovaj kodeks naziva „majkom svih kodeksa” (Kremer, Bachmann, Lutter, Werder 2021, 45).

logiku. Brojni su razlozi koji objašnjavaju američku nezainteresovanost za kodekse korporativnog upravljanja u smislu kako ih shvata najveći broj država.³ Kao osnovni se može navesti ekstenzivna savezna regulativa prava tržišta kapitala, koja u značajnoj meri dotiče i pitanja korporativnog upravljanja.⁴ Takođe, brojna „primeni ili objasni” pravila koja su tipično sadržana u uporednim kodeksima predstavljaju obavezne uslove za kotaciju društava na najznačajnijim američkim berzama (Bachmann 2021, 507; Kremer, Bachmann, Lutter, Werder 2021, 45).

Srbija poznaje kodekse korporativnog upravljanja još od 2004. godine.⁵ U ovom periodu oni nisu bili obavezni, jer je upravni odbor mogao, ali nije morao da prihvati i primenjuje neki kodeks ponašanja. Tek 2011. godine kodeksi postaju obavezni za javna akcionarska društva.⁶ U Srbiji nije bilo nikakvih rasprava o tome da li se u materiji korporativnog upravljanja i dalje treba oslanjati samo na zakonska pravila i samoregulaciju ili je potrebno uvesti i kodekse korporativnog upravljanja, kao osoben izvor mekog prava. Imajući u vidu da se „primeni ili objasni” koncept u Evropskoj uniji primenjuje od 2006. godine,⁷ ne čudi da se kod nas on ni ne preispituje. No, ako se uzmu u obzir efekti i praktičan značaj kodeksa korporativnog upravljanja za naša akcionarska društva, došlo bi se do jednog od sledeća dva zaključka: 1) kodekse treba u celosti prepustiti samoregulaciji, a veći akcenat staviti na razvoj zakonske regulative⁸ ili 2) treba podsticati pravilnu primenu kodeksa korporativnog upravljanja, i to edukacijom o njihovom značaju, ali i sankcijama u slučaju odstupanja. U svakom slučaju, postojeće stanje potpunog ignorisanja pravila dobre prakse korporativnog upravljanja ne vodi ničemu, te je suštinska reforma neminovna.

2. NACIONALNI KODEKS ILI KONKURENCIJA KODEKSA?

2.1. Uopšten pogled

Druga dilema koja se javlja pred zakonodavca je da li da dozvoli usvajanje samo jednog kodeksa korporativnog upravljanja ili da omogući usvajanje i primenu više različitih kodeksa. Razrešenje ove dileme ima dublji smisao, jer može direktno da utiče na buduće pravce razvoja korporativnog upravljanja.

3 Za detaljnu analizu više vid. Bachmann 2021, 504–519.

4 Kao paradigmatični primeri se mogu navesti Sarbejs-Okslijev zakon iz 2002. godine (*The Sarbanes-Oxley Act*) i Dod-Frenkov zakon iz 2010. godine (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*). Oba zakona obiluju temama korporativnog upravljanja.

5 Zakon o privrednim društvima, *Službeni glasnik RS* 125/04, čl. 318.

6 Zakon o privrednim društvima, *Službeni glasnik RS* 36/11, čl. 368.

7 Evropska unija nema usvojen kodeks korporativnog upravljanja. U prošlosti je bilo pokušaja da se to učini, ali je prevagnuo argument da bi takav kodeks bio nepotreban. U međuvremenu je Evropska unija usvojila druge propise (mahom direktive) kojima je uredila jedan deo materije korporativnog upravljanja, što jedinstven kodeks čini izlišnim (Kremer, Bachmann, Lutter, Werder 2021, 47).

8 Profesori Šefins i Redi su veliki kritičari kodeksa korporativnog upravljanja. Oni smatraju da treba ukinuti britanski Kodeks korporativnog upravljanja i koncept „primeni ili objasni”, a kao osnovni razlog navode da prekomerna regulativa dovodi do smanjenja broja kotiranih akcionarskih društava (Cheffins, Reddy 2022).

Nemačka je primer države koja prihvata prvi pristup. Pre donošenja jedinstvenog kodeksa, na privatnu inicijativu su doneta dva kodeksa.⁹ Ove dve inicijative su naišle na pozitivan odjek, ali je ipak prevagnulo shvatanje da nije u najboljem interesu Nemačke da postoje različiti kodeksi (Kremer, Bachmann, Lutter, Werder 2021, 18). Ubrzo nakon toga je savezna komisija, predvođena profesorom Teodorom Baumsom (*Theodor Baums*), usvojila izveštaj u kome je predložila donošenje jedinstvenog kodeksa korporativnog upravljanja za čitavu Nemačku, koji bi bio objavljen u nacionalnom službenom glasilu.¹⁰ Time bi se nadmetanje između različitih kodeksa zamenilo nacionalnim kodeksom. Kao rezultat ovih aktivnosti 2002. godine usvojen je nemački Kodeks korporativnog upravljanja (nem. *Deutscher Corporate Governance Kodex*). Od tada, pa do važećeg kodeksa iz 2022. godine prisutna je ista logika: Nemačka ima i primenjuje samo jedan kodeks korporativnog upravljanja. Ovim kodeksom nisu ukinuti niti zabranjeni drugi kodeksi, ali je njihovo postojanje obesmišljeno (Bachmann 2021, 516).

Drugi sistem prihvata SAD. U ovoj državi postoji veliki broj kodeksa, donetih od strane različitih institucija.¹¹ Međutim, nijedan od njih se ne smatra, niti pleđira da bude američki kodeks korporativnog upravljanja. Štaviše, odbor direktora američkih akcionarskih društava nema obavezu da se usaglašava, niti da sačinjava izjavu o primeni bilo kog kodeksa.

Prikazana dva sistema, nemački i američki, predstavljaju suprotstavljene modele. Nemački sistem očigledno približava kodekse korporativnog upravljanja zakonskoj regulativi. Zbog toga i ne treba da čude reči profesora Klausa Hopta, koji pravila sadržana u kodeksima posmatra kao „samoregulativu u senci zakona” (Hopt 2013a, 21). Zapravo, ovi kodeksi u pravom smislu te reči predstavljaju dopunu zakonskoj regulativi. Postojanje i primena jednog nacionalnog kodeksa omogućava ostvarivanje brojnih prednosti.

Prvo, u normativnom smislu se ujednačavaju pravila koja se primenjuju. Umesto fragmentacije normativnih rešenja, jedinstveni kodeks promovise principe ujednačenosti i korporativne koherentnosti. Na taj način se umanjuje pravna neizvesnost, jer svi primenjuju slična ili makar uporediva pravila.

Drugo, jedinstveni kodeks, po pravilu, donose državni organi i/ili tela, i to nakon opsežnih stručnih rasprava uz konsultacije sa brojnim relevantnim privrednim akterima i drugim zainteresovanim telima i organima. Širi krug lica uključenih u postupak usvajanja nacionalnog kodeksa, garantuju viši stepen usaglašenosti sa zakonskim rešenjima, međunarodnim standardima u ovoj oblasti i nacionalnim osobenostima. Takođe, ovakav način usvajanja obezbeđuje širu prihvaćenost njegovih rešenja, kako u nacionalnom, tako i u međunarodnom kontekstu. Kao primeri ze-

9 Grundsatzkommission Corporate Governance, Corporate Governance-Grundsätze (‘Code of Best Practice’) für börsennotierte Gesellschaften iz 2000. godine (tzv. Frankfurtski principi) i Berliner Initiativkreis German Code of Corporate Governance iz 2000. godine (tzv. Berlinski GCCG).

10 Baums Commission Report (Bericht der Regierungskommission Corporate Governance), 10.7.2001.

11 Na sajtu Evropskog instituta za korporativno upravljanje (engl. *European Corporate Governance Institute, ECGI*) dostupan je u punom tekstu 21 kodeks. Vid. https://www.ecgi.global/publications/codes?aggregated_field=country=12005 (23.8.2025).

malja sa kodeksima koji su doneseni sa širim društvenim konsenzusom mogu se navesti: Italija, gde je kodeks pisala stručna komisija podržana od strane Italijanske berze i najznačajnijih udruženja izdavalaca, poslodavaca i institucionalnih investitora, i Francuska, čiji je kodeks kompromis udruženja koje reprezentuje kotirana društva (*Afep*) i poslodavce (*Medef*), uz učešće francuskog regulatora na tržištu kapitala (Gargantini, Siri 2023, 12–13).

Treće, primena jedinstvenih pravila korporativnog upravljanja se lakše kontroliše. Regulatorna tela i druga stručna lica (na primer, revizori) koja treba da prate primenu kodeksa, uspešnije i preciznije će obavljati svoj posao u situacijama kada postoji samo jedan kodeks. Kako su njegova rešenja opštepoznata, sva odstupanja od njegovih pravila će se lakše detektovati, što omogućava razvijanje mehanizama za korektivno delovanje i sankcionisanje.

Četvrto, nacionalni kodeks korporativnog upravljanja može imati i značajnu simboličku vrednost. On se može posmatrati kao neka vrsta konsenzusa o poželjnim vrednostima koje država želi da promoviše i kojima teži u korporativnom sektoru. Vremenom takav kodeks može dobiti nacionalni predznak, te postati simbol korporativnog upravljanja jedne države, a u nekim situacijama i njen izvozni artikal. Sve je to veoma značajno za stvaranje predvidivog ambijenta za poslovanje, što može biti posebno atraktivno za privlačenje stranih investicija.

Američki sistem pluraliteta kodeksa korporativnog upravljanja ima potpuno drugačiju logiku i opravdanja. Ako se nacionalni kodeks može posmatrati kao vid samoregulative koja je najbliža zakonu, onda se favorizacija brojnosti i raznovrsnosti kodeksa može tretirati istinskom samoregulativom. Prednost prihvatanja koncepta pluraliteta kodeksa je u doslednom sprovođenju ideje dobrovoljnosti i neobaveznosti. Naime, kada država ima nacionalni kodeks, onda se po pravilu uvodi i određeni stepen njegove obaveznosti, i to po poznatom principu „primeni ili objasni”. Suprotno tome, pluralitet kodeksa korporativnog upravljanja daje društvima više slobode. U američkom pravu je ta sloboda potpuna, jer društva mogu da prihvate neki kodeks korporativnog upravljanja, ali ne moraju.

Sloboda usvajanja više kodeksa omogućava da se korporativno upravljanje konstantno prilagođava posebnim sektorima, granama privrede, veličini društva, posebnim specifičnostima unutar jednog društva, i sl. Primera radi, korporativno upravljanje u bankarskom sektoru i sektoru osiguranja ima malo toga zajedničkog sa korporativnim upravljanjem u porodičnim kompanijama ili startapovima.

Posebni kodeksi omogućavaju da se dobra praksa korporativnog upravljanja razvija u raznovrsnim pravcima. Prilikom usvajanja kodeksa u okviru određenog sektora vodi se računa o specifičnostima tog sektora, posebnim regulatornim zahtevima, ali i rizicima koji ih prate. Na taj način se ostvaruju tri efekta: prvo, kodeks je prilagođeniji potrebama konkretnog društva; drugo, kodeks je bliži društvu, jer je i ono samo moglo na posredan ili neposredan način da učestvuje u oblikovanju njegovih rešenja; i treće, takav kodeks se permanentno usklađuje sa novim zahtevima, što ga čini izrazito fleksibilnim. Upravo zbog svega rečenog takvi kodeksi najčešće podrazumevaju i veći stepen prihvaćenosti od strane subjekata kojima su namenjeni. Oni se ne nameću svojom obaveznošću, već snagom svojih rešenja. Pluralitet

kodeksa stvara konkurenciju između ponuđenih rešenja, podstičući razvoj inovativnog pristupa materiji korporativnog upravljanja.

Nacionalni kodeksi se najčešće pišu imajući u vidu velika akcionarska društva. Normativni okvir ponuđen tim kodeksom najčešće ne odgovara potrebama drugih društava, a naročito mikro, malih i srednjih preduzeća.

2.2. Srpski pristup

Srpski pristup tematici korporativnog upravljanja nije homogen, jer se primenjuju dva suprotna pravna režima, jedan za javna akcionarska društva, a drugi za društva kapitala u vlasništvu Republike Srbije.

1) *Javna akcionarska društva.* – Za javna akcionarska društva Srbija već godina-ma unazad prihvata isti koncept – koncept pluraliteta kodeksa. Ova društva imaju potpunu slobodu prilikom izbora kodeksa korporativnog upravljanja koji će primenjivati. U suštini to podrazumeva tri mogućnosti.

- Prva mogućnost za društva je da usvoje svoj kodeks korporativnog upravljanja. Za očekivati je da ovu opciju koriste samo najveća akcionarska društva, jer samo ta društva mogu imati dovoljno sredstava, ali i podsticaja da kreiraju kodeks „po svojoj meri”. Kao primer se može navesti akcionarsko društvo NIS, koje je 2014. godine usvojio sopstveni kodeks.¹²
- Druga mogućnost je da akcionarsko društvo primenjuje kodeks nekog drugog akcionarskog društva. Najmanje su šanse da će se ova opcija u praksi koristiti, jer ako se društvo opredeli da usvoji svoj kodeks, ono će ga modelirati prema svojim interesima, organizacionoj strukturi i problemima sa kojima se suočava, što nije jednostavno preneti *telle-quelle* na drugo društvo. Korišćenje kodeksa drugog društva se može realno zamisliti samo kod društava koja pripadaju istoj grupi privrednih društava i obavljaju iste ili slične delatnosti (na primer, društvo majka i društvo ćerka).
- Treća mogućnost je da akcionarsko društvo prihvati primenu kodeksa korporativnog upravljanja koji je donela neka institucija, sa idejom da se šire koristi. U ovom trenutku u Srbiji postoji samo jedan takav kodeks, a to je Kodeks korporativnog upravljanja Privredne komore Srbije iz 2012. godine,¹³ koji je zamenio naš najstariji kodeks – Kodeks korporativnog upravljanja Privredne komore Srbije iz 2006. godine.¹⁴ Ranije je postojao i Kodeks korporativnog upravljanja Beogradske berze,¹⁵ ali je on u međuvremenu zastareo, jer je pisan imajući u vidu Zakon o privrednim društvima iz 2004. godine, koji je 2011. godine stavljen van snage i zamenjen novim zakonom.

Otvoreno je pitanje da li bi društvo moglo da prihvati neki strani kodeks korporativnog upravljanja. Ovakva opcija bi bila moguća, makar teorijski, samo ako je

12 Kodeks korporativnog upravljanja NIS a.d. Novi Sad od 27.1.2014. godine, <https://ir.nis.rs/sr/korporativno-upravae/kodeks-korporativnog-upravaa/> (25.9.2025).

13 Kodeks korporativnog upravljanja, *Službeni glasnik RS* 99/2012.

14 Kodeks korporativnog upravljanja, *Službeni glasnik RS* 1/2006.

15 Kodeks korporativnog upravljanja Beogradske berze a.d. Beograd, 2008.

reč o pravnom sistemu koji je veoma sličan srpskom. Takođe, mogla bi se problematizovati i mogućnost društva da prihvati više kodeksa i kombinuje njihova rešenja (Pietrancosta 2011, 34). Obe ove varijante ne bi trebalo dozvoliti, jer bi se time sistem korporativnog upravljanja društva učinio netransparentnim, kontrola bi bila otežana, a stvorio bi se i prostor za brojne zloupotrebe.

Iz navedenog jasno proizlazi da Srbija prihvata mogućnost usvajanja većeg broja kodeksa. Međutim, pozitivne strane potencijala pluralizma nisu u praksi ostvarene. Jedan broj društava je usvojio sopstvene kodekse, i po pravilu ih zasnovao na OECD Principima korporativnog upravljanja ili kodeksu Komore, dok su ostala društva prihvatila, makar deklarativno, Kodeks korporativnog upravljanja Privredne komore Srbije.

Premda koncept mogućnosti primene različitih kodeksa korporativnog upravljanja odiše duhom liberalizma i podstiče fleksibilnost i adaptabilnost, za Srbiju se ne može oceniti kao najbolje rešenje. Osnovni problem srpskog rešenja je upravo u prevelikoj slobodi koja je data javnim akcionarskim društvima. Jedino što zakonodavac traži je da ova društva primenjuju određeni javno dostupan kodeks korporativnog upravljanja, bez ikakvih upuštanja u kvalitet njegovih rešenja, usaglašenost sa zakonom, modernim tendencijama, principima operativnosti i efikasnosti, i sl. Prema tome, akcenat je na ispunjavanju samo formalnih zahteva, pri čemu je kvalitet prihvaćenih rešenja irelevantan. Ako bi se ovaj argument doveo do apsurd, to bi moglo da dovede do sledeće prakse: svako javno akcionarsko društvo usvoji sopstveni kodeks korporativnog upravljanja u kome u sadržinskom smislu ne napiše ništa što se već ne nalazi u zakonu ili se po logici stvari ne podrazumeva imajući u vidu zakonska rešenja. Nakon toga, u godišnjem izveštaju o poslovanju to društvo navede da je u svemu usaglašeno sa svojim kodeksom korporativnog upravljanja. Očigledno je da ovakva zamišljena praksa ne samo da nije anticipirana od strane zakonodavca, već bi bila i potpuno nepoželjna iz ugla opštedruštvenih interesa. Jedinstven nacionalni kodeks (usvojen, na primer, od strane Privredne komore Srbije), zasnovan na principu „primeni ili objasni”, otklonio bi ovaj nedostatak. Naravno, treba imati u vidu da ni ovo rešenje nije idealno. No, u ovom trenutku se čini da ono bolje odgovara potrebama naše privrede, koja još uvek traga za najboljom praksom korporativnog upravljanja. Jedinstven kodeks, pod uslovom da je napisan u skladu sa modernim tendencijama u ovoj oblasti, mogao bi vremenom da postane standard dobre prakse.

2) *Društva kapitala u vlasništvu države*. – Na društva kapitala u vlasništvu Republike Srbije primenjuje se jedinstven kodeks korporativnog upravljanja. Zakonom o upravljanju privrednim društvima u vlasništvu države propisano je da Vlada, na predlog Ministarstva, donosi Kodeks korporativnog upravljanja društava kapitala. Ovaj Kodeks Vlada je usvojila 2024. godine.¹⁶ Prema tome, reč je o jednom kodeksu, koji se bez razlike primenjuje na sva društva kapitala u vlasništvu države. Premda je usvajanje jedinstvenog kodeksa pohvalno, treba ukazati i na jedan problem, a to je da se istovetna pravila primenjuju i na društva s ograničenom odgovornošću i akcionarska društva (javna i nejavna). Kako je dobra praksa korporativnog uprav-

16 Odluka o Kodeksu korporativnog upravljanja, *Službeni glasnik RS* 77/2024.

ljanja daleko složenija za akcionarska društva u odnosu na društva s ograničenom odgovornošću, jedinstveno uređivanje uzrokuje nastanak jedne od sledeće dve posledice: ili će prihvaćena dobra praksa biti prekomerno komplikovana društvima s ograničenom odgovornošću ili će za akcionarska društva ona biti nedovoljno razrađena, pa čak i rudimentarna.

3. KOME SU NAMENJENI KODEKSI?

3.1. Javna akcionarska društva kao prvobitni korisnici kodeksa

Kodeksi korporativnog upravljanja su se prvobitno razvili sa idejom da se primenjuju na javna akcionarska društva. Uostalom, prvi regulatorni zahtevi za primenom kodeksa i pravom društva da odstupi od pojedinih njegovih rešenja su nastali upravo kod ovih društava. Više je razloga zbog kojih su javna akcionarska društva bila prvi obveznici, ali i korisnici dobre prakse korporativnog upravljanja sadržane u kodeksima.

Prvi razlog se odnosi na to da ova društva imaju složenu organizacionu strukturu sa višeslojnim upravljanjem i kompleksnim poslovanjem. Brojnost pravnih odnosa i nosilaca rizika poslovanja uslovlja je veću izloženost rizicima javnih akcionarskih društava. Postojanje formalizovanih i unapred predviđenih mehanizama kontrole i izveštavanja bi ove rizike moglo da ublaži ili otkloni. Upravo zbog toga javna akcionarska društva imaju potrebu da dodatno rade na unapređenju sopstvenog korporativnog upravljanja, a kodeksi u tom pogledu mogu imati značajnu ulogu.

Drugi razlog fokusiranosti kodeksa na javna akcionarska društva je vezan za činjenicu da u mnogim državama ova društva imaju veliki broj malih akcionara, koji nemaju gotovo nikakav uticaj na upravljanje društvom. Bez obzira da li govorimo o državama u kojima dominira prvi ili drugi agencijski problem, zaštita brojnih malih akcionara se pokazuje kao prioritet. Upravo su kodeksi mehanizam putem koga se pokušava obezbediti pravičan i jednak tretman svih akcionara. Po prirodi stvari, kodeksima se više može postići u sistemima disperzovanog akcionarstva, u kojima se ispoljava prvi agencijski problem. No, ne treba zanemariti ni ulogu koju oni mogu imati i u ublažavanju drugog agencijskog problema, karakterističnog za koncentrisano akcionarstvo.

Treći razlog za primenu kodeksa na javna akcionarska društva se vezuje za investitore na tržištu kapitala. Naime, primenom i poštovanjem dobre prakse korporativnog upravljanja jača se poverenje potencijalnih ulagača u određena društva, što znači da će oni biti spremniji da u njih investiraju kapital. Prema tome, primena kodeksa šalje dobar signal investitorima.

Četvrti razlog za targetiranje javnih akcionarskih društava kodeksima je praksa velikih svetskih berzi, koje kao uslov za kotaciju često zahtevaju da se društva pridržavaju kodeksa korporativnog upravljanja. Nekada je ovakva berzanska praksa podržana od strane zakonodavca ili regulatora, a nekada predstavlja samostalan zahtev berze da diže standarde korporativnog upravljanja društava koja žele da kotiraju svoje akcije na njenom organizovanom tržištu.

Konačno, nesporna je činjenica da javna akcionarska društva, zbog svoje veličine, broja zaposlenih i uloge koju ostvaruju na tržištu, imaju sistemski značaj za državu, jer ostvaruju veliki uticaj na nacionalnu ekonomiju. Zbog toga primena dobre prakse korporativnog upravljanja za državu predstavlja javni interes.

3.2. Društva u državnom vlasništvu i porodična društva

Premda smišljeni sa idejom da se primenjuju primarno na javna akcionarska društva, kodeksi korporativnog upravljanja su našli svoju primenu i kod nekih drugih društava. Ovde se prevashodno misli na društva u državnom vlasništvu i porodična društva.¹⁷ Pod kodeksima se u ovom smislu ne smatraju kodeksi za javna akcionarska društva, jer oni nisu prilagođeni problemima ovih društava (Howorth, Kemp, Nichol 2023, 6). Prema tome, rešenje za specifične probleme korporativnog upravljanja ovih društava nije u prilagođavanju postojećih kodeksa, već u kreiranju novih kodeksa koji bi se primenjivali samo na porodična društva ili samo na društva u državnom vlasništvu.

1) *Društva u državnom vlasništvu.* – Impuls za uređivanje materije korporativnog upravljanja u privrednim društvima u državnom vlasništvu je dao OECD usvajanjem Smernica za korporativno upravljanje u državnim preduzećima (*The OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*) iz 2005. godine. Smernice se revidirane 2015. godine, a nove smernice su donete 2024. godine (OECD 2024). Ovi dokumenti predstavljaju pouzdan reper za uređivanje materije korporativnog upravljanja u državnim preduzećima. Dobra praksa korporativnog upravljanja u ovoj oblasti treba da odgovori na osobene izazove ovih društava, a sve u cilju unapređenja transparentnosti njihovog rada i jačanja odgovornosti rukovodilaca.

Šta to privredna društva u javnom vlasništvu čini osobenim u odnosu na društva u privatnom vlasništvu, tako da je na njih potrebno primenjivati posebna pravila korporativnog upravljanja? Specifičnosti su brojne, a u daljem tekstu će biti ukazano samo na nekoliko najznačajnijih.

Prvo, društva u javnom vlasništvu su izložena brojnim političkim uticajima, koji se ispoljavaju na najrazličitije načine. Kreću se od imenovanja nestručnih i nesposobnih, ali politički podobnih rukovodilaca, pa sve do donošenja poslovnih odluka koje nisu u najboljem interesu društva, niti u javnom interesu, već su u kratkoročnom interesu nosilaca političke vlasti. Upravo dobra praksa korporativnog upravljanja može da pomogne kako bi se ojačao profesionalizam i odgovornost u ovim društvima.

Drugo, za razliku od društava čije su akcije, odnosno udeli u privatnom vlasništvu, a koja se u poslovanju prevashodno rukovode tržišnom logikom, odnosno težnjom ka ostvarivanju dobiti, društva u vlasništvu države moraju da balansiraju između više ponekada suprotstavljenih interesa, gde se uvek kao jedan od najznačajnijih javlja javni (opšti) interes.

¹⁷ U uporednoj praksi ima i drugih primera. Tako je Holandsko udruženje banaka usvojilo Holandski bankarski kodeks, zasnovan na „primeni ili objasni” pristupu (Gargantini, Siri 2023, 19–20). U Nemačkoj je nakon finansijske krize bilo pokušaja da se usvoji sličan bankarski kodeks, ali on nije urodio plodom (Kremer, Bachmann, Lutter, Werder 2021, 43).

Treće, država je u isto vreme i regulator tržišta, ali i vlasnik akcija, odnosno udela tržišnih učesnika. Država je u poziciji da u svojstvu regulatora povlašćuje društva u javnom vlasništvu. Zbog toga je od velikog značaja da se izgradi pravni okvir u kome će se obezbediti jednaki uslovi za sve učesnike na tržištu, bez ikakvog uticaja vlasničke strukture.

Četvrto, privredna društva čije su akcije, odnosno udeli u javnom vlasništvu veoma često koriste javne resurse, a naretko se makar delimično finansiraju iz budžeta. Zbog toga kod ovih društava postoji javni interes da se posluje po višim standardima transparentnosti, a posledično i odgovornosti.

Srpsko pravo na specifične probleme društava u javnom vlasništvu tradicionalno odgovara posebnim zakonodavstvom, a takav sistem je zadržan i do danas. Naime, kod nas je ova materija uređena u dva zakona: Zakonom o društvima kapitala u vlasništvu Republike Srbije i Zakonom o javnim preduzećima. Prvi zakon je dopunjen i nedavno usvojenim Kodeksom korporativnog upravljanja. Pri svemu ovome ne treba zanemariti ni treći deo Kodeksa korporativnog upravljanja Privredne komore Srbije, koji sadrži dodatne principe i preporuke za društva kapitala u kojima je država član. Ti principi su pisani pod dominantnim uticajem starih OECD Smernica za korporativno upravljanje u državnim preduzećima iz 2005. godine. Kao takvi, oni su primenjivi uvek i na sva tzv. državna preduzeća, bez obzira da li je reč o javnim preduzećima ili društvima kapitala u vlasništvu Republike Srbije. Bez zalaženja u detaljniju analizu, bifurkacija pravila korporativnog upravljanja u državnim preduzećima u dve kolone je neodrživa i nelogična. To znači da se na sva društva u javnom vlasništvu ne primenjuju jedinstvena pravila dobre prakse korporativnog upravljanja. Nije uputno razvijati pravila korporativnog upravljanja za društva u javnom vlasništvu na dva koloseka, jer to može stvoriti kontradiktornu praksu, a da za to nema opravdanog razloga.

2) *Porodična društva*. – Porodična društva su privredna društva koja odlikuju neke osobene karakteristike. Premda ne postoje neke univerzalno prihvaćene definicije porodičnog društva, u osnovi se može reći da su to društva nad kojima porodica ostvaruje kontrolni uticaj, a to najčešće podrazumeva da porodica ima kontrolni paket akcija ili udela i odlučujuću ulogu u upravljanju društvom. Ono što porodična društva razlikuje od drugih društava je da su članovi porodice aktivno uključeni u svakodnevne poslovne aktivnosti društva (Mandl 2008, 2). Takođe, kod ovih društava se ne sme zanemariti ni namera osnivača da društvo prenese na svoje potomke i tako „učini poslovanje društva održivim kroz generacije te porodice”.¹⁸ Kako god da se shvate porodična društva, nesporno je da je porodica u centru ovih društava, njihov fokus je na dugoročnoj održivosti poslovanja, a ne na sticanju dobiti u kratkom roku, pri čemu se prenosom na sledeću generaciju ne prenosi samo kapital i poslovanje, već i određeni vrednosni sistem (na primer, poštenje, skromnost, poštovanje, i sl) (Mandl 2008, 2–3).

Osobnosti porodičnih društava su naveli pojedine države da specijalno za njih formulišu posebna pravila dobre prakse korporativnog upravljanja. Kao primeri se

18 Kodeks PKS, rečnik pojmova – pojam porodično društvo.

mogu navesti Nemačka,¹⁹ Italija²⁰ i Švajcarska.²¹ Pravila dobre prakse imaju za cilj da odgovore na specifične probleme porodičnih društava i ponude određena rešenja prilagođena potrebama ovih društava. Kao primeri najznačajnijih izazova sa kojima se suočavaju porodična društva se mogu navesti: prvo, nepostojanje jasne granice između porodičnih i poslovnih odnosa, što može za posledicu imati imenovanje nestručnih članova porodice na ključne upravljačke pozicije u društvu, donošenje poslovnih odluka koje su primarno u interesu porodice, a tek u sekundarnoj ravni u interesu društva, kao i veliki uticaj porodičnih sukoba na poslovanje društva; i drugo, praktično jedan od najznačajnijih problema ovih društava se odnosi na sukcesiju, tj. prenos vlasništva i poslovanja sa jedne na drugu generaciju unutar iste porodice.²²

Shvativši posebne potrebe porodičnih društava, Kodeks korporativnog upravljanja Privredne komore Srbije u drugom delu uvodi tzv. „dodatne principe i pravila za porodična društva kapitala”. Pravila nisu ekstenzivna, niti prekomerna, a sastoje se iz pet principa i 20 pravila. Pokrivene teme se tiču: 1) prenosa upravljanja društvom sa generacije na generaciju, 2) osnivanje porodične skupštine, koja treba da okupi sve članove porodice kako bi diskutovali o poslovnim pitanjima, ali i o porodičnim pitanjima koja mogu biti od uticaja na poslovanje društva, 3) osnivanja porodičnog saveta, koji se preporučuje u situacijama kada porodična skupština postane preglomazna, 4) usvajanja porodičnog protokola u kome se definišu ciljevi i vrednosti porodice i 5) rešavanja sukoba u porodici (više vid. Jevremović Petrović 2023, 735–749).

3.3. Dalje širenje „primeni ili objasni” koncepta

Koncept uvođenja kodeksa korporativnog upravljanja, a naročito ideja postojanja „primeni ili objasni” pravila, nastavila je da se razvija, tako što je počela da se primenjuje i na neke druge subjekte. Kao što je već rečeno, u početku su se pravila dobre prakse korporativnog upravljanja primenjivala na javna akcionarska društva, a naknadno i na društva u državnom vlasništvu i porodična društva. Shvativši da koncept „primeni ili objasni” može imati širi domen primene, on je počeo da se koristi i za druge subjekte i druge pravne oblasti. Poslednjih godina je korporativno upravljanje postalo oslonac i za rešavanje nekih socijalnih pitanja, poput nejednakosti, rodne ravnopravnosti, zaštite ljudskih prava i zaštite životne sredine (Pargendler 2016, 389–395).

Institucionalni investitori i savetnici za glasanje. – Nakon globalne finansijske krize 2008–2009. godine intenzivirale su se rasprave o odgovornosti institucionalnih investitora.²³ Oni su se sve učestalije optuživali za potpunu pasivnost i apatiju, imajući u vidu da nisu učinili ništa kako bi predupredili nastanak krize. Zbog toga i

19 Governance Kodex für Familienunternehmen – Leitlinien für die verantwortungsvolle Führung von Familienunternehmen und Unternehmerfamilien, 2015, <http://www.kodex-fuer-familienunternehmen.de/>.

20 Principi per il governo delle Società Non Quotate a Controllo Familiare. Codice di Autodisciplina, 2017.

21 Code G Family: Business: Environment: Governance Guide for Families and their Businesses, 2006.

22 Više vid. IFC Priručnik za upravljanje porodičnim firmama, International Finance Corporation, 2008.

23 Za ekstenzivnu analizu vid. Radović 2015, 51–93.

ne čude reči profesora Šefinsa, koji ih je nazivao „odsutnim lordovima”, a društva u koja investiraju kapital „društva bez vlasnika” (Cheffins 2010, 1010). U ovom pogledu je posebnu ulogu imala Velika Britanija, u kojoj se nakon Vokerovog izveštaja,²⁴ iskristalisao stav da se usvoji Kodeks odgovornosti institucionalnih investitora, koji bi trebalo da se, jednako kao i Kodeks korporativnog upravljanja, zasniva na konceptu „primeni ili objasni”.²⁵ Konačno je 2010. godine usvojen *Stewardship Code* (Kodeks odgovornosti institucionalnih investitora ili Kodeks odgovornosti).²⁶ Druga verzija je usvojena 2012. godine, a važeći Kodeks je iz 2020. godine.²⁷ Primena Kodeksa odgovornosti institucionalnih investitora je zasnovana na konceptu „primeni ili objasni”. Na ovaj način je Velika Britanija uskladila čitav sistem, jer se jedinstven princip primenjuje i na korporativno upravljanje u akcionarskim društvima, ali i na obaveze institucionalnih investitora prema društvima u koja su uložila svoj kapital (Radović 2015, 63). Suštinski posmatrano, kodeksi namenjeni institucionalnim investitorima su komplementarni kodeksima korporativnog upravljanja.

Pod uticajem Velike Britanije, Evropska unija je uvela značajna pravila u ovu oblast, i to izmenama Direktive o pravima akcionara.²⁸ Premda postoje brojne razlike između britanskog i komunitarnog pristupa, suština je ista: institucionalnim investitorima i upravljačima imovinom se nameće kao osnovna obaveza da sačine i objave politiku uključivanja, a za slučaj odstupanja od ove obaveze, društva su dužna da objave jasno i racionalno objašnjenje zašto su odlučili da je ne ispune. Prema tome, nesporno je da je prihvaćen „primeni ili objasni” pristup.

Srbija je implementirala ove odredbe, i to tako što je predviđena obaveza za institucionalne investitore da sačine politiku angažovanja sa odgovarajućom sadržinom i da je objave na svojoj internet stranici.²⁹ Naknadno, institucionalne investitore tereti i dužnost da jednom godišnje objave kako sprovode politiku angažovanja, kao i da objave druge informacije propisane zakonom (na primer, da li su koristili usluge savetnika za glasanje). Očigledno je da je ovim normama Srbija usaglasila svoje zakonodavstvo sa pravom Evropske unije. Međutim, upada u oči da zakonom nije izričito omogućeno institucionalnim investitorima da odstupe od politike angažovanja, u kom slučaju bi se aktivirao „primeni ili objasni” pristup. Na ovaj način je našim institucionalnim investitorima onemogućena određena doza fleksibilnosti u postupanju, jer ne mogu da odstupe od usvojene politike angažovanja. No, ovo odstupanje od komunitarnog prava se ne može shvatiti kao neusaglašenost, jer smo prihvatili stroža pravila.

24 A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities: Final recommendations – Walker Review, 26 November 2009, https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/walker_review_261109.pdf (24.10.2025).

25 Walker Review, tač. 5.40 (Preporuke 16–18).

26 Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code, July 2010, http://www.ecgi.org/codes/documents/frc_stewardship_code_2july2010.pdf (28.8.2015).

27 Tekstovi svih kodeksa su dostupni na: https://www.ecgi.global/publications/codes?aggregated_field=&field_country=12004 (24.10.2025)

28 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, OJ L 132, 20.5.2017, Art. 3g.

29 ZOPD, čl. 469b-469v.

Malopre pomenuta Direktiva Evropske unije je uvela određene obaveze objavljivanja i za savetnike za glasanje.³⁰ Naime, ova lica su dužna da usvoje kodeks ponašanja i da ga učine transparentnim. Za slučaj da ne primenjuju nijedan kodeks u obavezi su da objave jasno i obrazloženo objašnjenje zbog čega je to tako. Ako, pak, primenjuju kodeks ponašanja, ali odstupaju od bilo koje njegove preporuke, savetnici za glasanje su u obavezi da navedu od kojih preporuka odstupaju, da pruže objašnjenje za odstupanje, kao i da navedu da li je umesto tih preporuka preduzimaju neke druge (alternativne) mere. Istovetna pravila sadrži i srpsko pravo.³¹ Interesantno je primetiti da je zakonodavac kod institucionalnih investitora odlučio da ne prihvati „primeni ili objasni” logiku, dok je kod savetnika za glasanje učinio potpuno suprotno. Premda logika nije sasvim jasna, posledica primene ovih pravila je veća sloboda postupanja savetnika za glasanje u odnosu na institucionalne investitore.

Nefinansijsko izveštavanje. – Nefinansijsko izveštavanje (izveštavanje o održivosti ili izveštavanje o društveno odgovornom poslovanju) je zaokupilo veliku pažnju naučne i stručne javnosti u poslednje dve decenije.³² U pravu Evropske unije ova tema je dobila svoje uobličenje 2014. godine usvajanjem Direktive o nefinansijskom izveštavanju.³³ Ovom direktivom su velika društva obavezana da javnost upoznaju sa brojnim pitanjima koja nemaju finansijski karakter. Međutim, u isto vreme Direktiva je omogućila društvima koja nemaju usvojene politike o pojedinim nabrojanim nefinansijskim pitanjima da u svojoj izjavi daju jasno i obrazloženo objašnjenje za to.³⁴ Prema tome, i u nefinansijsko izveštavanje je integrisan „primeni ili objasni” koncept, jer društva uz adekvatno objašnjenje mogu da odstupe od propisanih zahteva.³⁵

Nezadovoljna efektima Direktive o nefinansijskom izveštavanju, Evropska unija je krajem 2022. godine usvojila Direktivu o izveštavanju o održivom poslovanju.³⁶ Ovom direktivom su uvedene brojne novine u ovu oblast, a jedna od upečatljivijih je ukidanje mogućnosti za društva da odstupe od propisanih pravila, ako za to imaju adekvatno obrazloženje. Na ovaj način je abolirana primena principa „primeni ili objasni” u oblasti nefinansijskog izveštavanja, sa idejom da se postigne veća transparentnost i uporedivost objavljenih podataka.

Usvajanjem Zakona o računovodstvu Srbija je po prvi put uredila materiju nefinansijskog izveštavanja, i to po uzoru na tada važeće pravo Evropske unije.³⁷ Po istoj logici je prihvaćen i „primeni ili objasni” pristup, jer ako pravno lice ne sprovodi mere povezane sa odabranim nefinansijskim pitanjima u obavezi je da u nefinansijskom izveštaju navede razloge za njihovo nesprovođenje.³⁸ Primetno je

30 Directive (EU) 2017/828, Art. 3j.

31 ZOPD, čl. 469g(1).

32 O razvoju nefinansijskog izveštavanja u pravu EU više vid. Mitrović 2020, 160–183.

33 Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups, *OJ L L* 330, 15.11.2014.

34 Directive 2014/95/EU, Art. 19a.

35 *Korak po korak do nefinansijskog izveštaja – Priručnik za kompanije*, Beograd 2021, 24.

36 Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting, *OJ L* 322, 16.12.2022.

37 Zakon o računovodstvu, *Službeni glasnik RS* 73/2019 i 44/2021, čl. 37–38.

38 Zakon o računovodstvu, čl. 37(4) i 38(5).

da zakonodavac nije razradio ovo pitanje, dajući preveliku slobodu obveznicima nefinansijskog izveštavanja, što može umanjiti korisne efekte od uvođenja ovog vida izveštavanja. Iz navedenog se vidi da ideje Direktive o izveštavanju o održivom poslovanju još uvek nisu postale sastavni deo našeg pravnog sistema. Kada se to desi, odredbe o nefinansijskom izveštavanju će postati imperativne, i od njih društvo neće moći da odstupa.

4. VRSTE PRAVILA

Od momenta kada su nastali, kodeksi korporativnog upravljanja su sadržali različite vrste pravila. U tom pogledu je bilo dosta lutanja, kako između kodeksa unutar jedne države, tako i kodeksa različitih država. Neki kodeksi su sadržali i zakonska pravila, drugi predloge, treći principe, itd. No, jedna vrsta pravila je zajednička za sve kodekse od njihovog nastanka do danas, a to su preporuke ili „primeni ili objasni” pravila. Već je rečeno da je konceptualna ideja kodeksa bila u razvoju ovih pravila. Brojni su razlozi njihove popularnosti, a među njima se posebno ističu: a) fleksibilnost – konkretno društvo može da odstupa od „primeni ili objasni” pravila za koje smatra da ne odgovara njegovim potrebama, čime korporativno upravljanje prilagođava svojim osobenostima; b) prenošenje odluke na društva – odluka o sadržini pravila korporativnog upravljanja se sa zakonodavca prenosi na samo društvo, jer društva mogu sama da kreiraju svoja pravila korporativnog upravljanja; v) *de lege ferenda* uticaj – razvoj dobre prakse korporativnog upravljanja omogućava društvima da odstupaju od propisanih pravila, pa čak i da eksperimentišu, a učestalo odstupanje od određenog „primeni ili objasni” pravila predstavlja signal da je vreme za njegovu promenu, a kasnije možda i promenu zakonskog rešenja; d) dizanje standarda – „primeni ili objasni” pravila se često nazivaju pravilima „najbolje prakse korporativnog upravljanja”, što znači da se kroje prema najuspešnijim društvima, što za posledicu ima dizanje standarda u ovoj oblasti; đ) adaptabilnost – „primeni ili objasni” pravila konstantno evoluiraju, menjaju se i prilagođavaju novim okolnostima, što im omogućava da uvek budu aktuelna i u skladu sa zahtevima vremena u kome važe.³⁹ Bez obzira na postojanje i drugih pravila u kodeksima, „primeni ili objasni” pravila su bila i ostala njihov zaštitni znak.

Danas su retki kodeksi koji se sastoje samo iz „primeni ili objasni” pravila, a kao primer takvog se može navesti francuski Kodeks korporativnog upravljanja iz 2022. godine.⁴⁰ Uobičajeno je da kodeksi sadrže i još neku kategoriju pravila, poput principa, zakonskih pravila i/ili sugestija.

Principi. – Najveći broj kodeksa se pišu tako da se prvo pođe od principa, koji se nakon toga elaborira detaljnim „primeni ili objasni” pravilima. Principi odražavaju široko prihvaćena generalna shvatanja o dobrom korporativnom upravljanju. Priroda principa može biti više ili manje imperativna (Bachmann 2019, 66). Naime, u nekim kodeksima (na primer, u britanskom Kodeksu) principi su obavezujući i od njih nema odstupanja. Društva mogu da odstupe od jedne ili više konkretnih preporuka kojima se ostvaruje određeni princip, ali ne mogu da odstupe od prime-

39 Više o razlozima popularnosti „primeni ili objasni” pravila vid. Radović 2015a, 29–34.

40 Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AfeP-MEDEF, 2022.

ne principa. Drugim rečima, princip uvek obavezuje, a društvo može da ga ostvari i drugim pravilima, a ne samo onim koja su navedena u kodeksu. Drugi kodeksi i principe posmatraju kao „primeni ili objasni” pravila.

Po uzoru na dominantnu uporednu praksu, i Kodeks korporativnog upravljanja Privredne komore Srbije se sastoji iz principa i preporuka. U uvodnom delu Kodeksa je jasno naglašeno da sadržani principi i preporuke nisu obavezujući, što znači da se na sve njih primenjuje „primeni ili objasni” logika. Uostalom, svi principi sadrže reč „treba”, što ukazuje da imaju pravnu prirodu preporuke.

Zakonska pravila. – Nije neuobičajeno da se u kodeksima korporativnog upravljanja nađe i neka zakonska norma. Osnovno opravdanje za uključivanje zakonskih normi u kodekse je u boljem i potpunijem informisanju stranih investitora, kojima se tako omogućava da sagledaju određenu oblast korporativnog upravljanja u celosti, bez potrebe da tragaju i za nadopunjujućim zakonskim odredbama. Primera radi, kada je u Nemačkoj usvojen prvi Kodeks 2002. godine, Komisija je smatrala da stranim investitorima treba objasniti specifičnosti nemačkog sistema korporativnog upravljanja, a naročito dvodomni sistem uprave (Hopt 2017, 16). Suprotno tome, neki autori smatraju da nema potrebe u kodeksima ponavljati zakon, jer kodeks nije udžbenik, niti priručnik, zbog čega treba da bude što je moguće koncizniji (Hopt 2013b, 578). Prema profesoru Hoptu, kratko navođenje zakona može se pokazati kao površno i navoditi čitaoca na pogrešan zaključak, a u krajnjoj liniji može za posledicu imati zamagljivanje stvarnog samoregulatornog karaktera kodeksa (Hopt 2017, 16).

U odgovoru na pitanje opravdanosti unošenja zakonskih odredbi u kodekse, potrebno je praviti razliku između imperativnih i dispozitivnih normi. Imperativne zakonske norme nema razloga uključivati u kodekse. Ako se, pak, i uključe, uputno je prepisati ih u originalu.⁴¹ Na taj način ne postoji mogućnost pogrešnog tumačenja zakonskog rešenja, niti unošenja dodatnog nivoa pravne nesigurnosti.⁴²

Dispozitivne norme se mogu definisati kao zakonom promovisana najbolja praksa koja dozvoljava društvima da od nje odstupe ako procene da ti standardi ne odgovaraju specifičnim karakteristikama društva (Gargantini, Siri 2023, 3). Kada je reč o uključivanju dispozitivnih zakonskih normi u kodekse, ima smisla da zaključak bude drugačiji u odnosu na imperativne norme.⁴³ Naime, društvima nije zabranjeno da u kodeks unesu dispozitivnu normu onako kako je napisana u zakonu. Imperativne norme nema potrebe unositi u kodekse korporativnog upravljanja, jer se time suštinski ništa ne postiže. Uključili ili ne uključili imperativnu normu u kodeks, ona se primenjuje onako kako je napisana u zakonu. Međutim, uključivanje

41 U austrijskom Kodeksu zakonska pravila su označena slovom L i izričito je naglašeno da ona ne moraju u celosti da odgovaraju pravilu iz zakona, jer moraju da se prilagode terminologiji Kodeksa. Međutim, time se ne izražava namera da se izmeni tumačenje zakonskog pravila. Vid. Österreichischer Corporate Governance Kodex, 2025.

42 „Pravila ovog Kodeksa su dopuna važećoj zakonskoj regulativi, tako da nijedna odredba Kodeksa ne ukida zakonsko pravilo koje isto pitanje uređuje drugačije. Takođe, Kodeksom se ni na koji način ne menja smisao niti pravilno tumačenje zakonskih odredaba.” Kodeks PKS, Uvod.

43 Prema nekim autorima, korporativno upravljanje najvećim delom treba da se sastoji iz dispozitivnih pravnih pravila (više vid. Bebchuk, Hamdani 2002, 496).

dispozitivnih normi može za društvo biti veoma korisno. Naime, kada pisac kodeksa prepiše dispozitivnu normu on je na taj način predstavlja kao najbolju praksu korporativnog upravljanja. Time se šalje signal društvima da zakonsko pravilo ima opravdanja i da ga na autonomnoj osnovi ne treba menjati. „Kada se unese u kodeks, dispozitivno zakonsko pravilo ima dvostruku pravnu prirodu: ono ostaje dispozitivno zakonsko pravilo, ali činjenica da se nalazi u kodeksu ovom pravilu daje i karakter „primeni ili objasni” pravila. Za akcionarska društva ovo ima i praktičnu posledicu, jer ono može da odstupi od tog pravila, ali mora da pruži obrazloženje zašto smatra da to pravilo ne odgovara njegovim interesima. Dodavanjem dispozitivnom zakonskom pravilu karaktera „primeni ili objasni” pravila zakonski režim nije promenjen, već je samo ustanovljena jedna dodatna obaveza društva” (Radović 2015a, 36).

Opšte je poznato da društva mogu i da odstupe od dispozitivnih pravila. Dobra praksa korporativnog upravljanja sadržana u kodeksima se i kreće u granicama pravnih praznina i dispozitivnih zakonskih normi. Ovde je potrebno naglasiti da odstupanje od dispozitivnog zakonskog pravila u kodeksu ne znači da se primenjuje pravilo iz kodeksa, jer se u slučaju sukoba zakona i kodeksa primat mora dati zakonu. Društva moraju takva pravila da predvide svojim internim aktima (osnivačkim aktom, statutom, a eventualno i pravilnikom), da bi se ona primenjivala umesto dispozitivnih normi. Razlog je jednostavan: činjenica da zakon ne traži da se određena njegova odredba ne primenjuje onako kako je napisana, ne znači da društvo može od nje da odstupi pravilima kodeksa, jer bi u tom slučaju to pravilo iz domena dispozitivnog zakonskog pravila prešlo u domen „primeni ili objasni” pravila od koga društvo može slobodno da odstupi. Iz navedenog se zaključuje da nema posebne logike da društvo u kodeks unosi odredbu kojom menja zakonsko dispozitivno pravilo, jer se na tu odredbu ne može primeniti „primeni ili objasni” koncept.

Sugestije. – Sugestije ili predlozi su sledeća vrsta pravila koja nalaze svoje mesto u brojnim kodeksima, a kao primeri se mogu navesti nemački i austrijski kodeks. To su potpuno neobavezujuća pravila. Za razliku od preporuka, za koje važi „primeni ili objasni” koncept, sugestije karakteriše „primeni ili ne primeni” pristup. Prema tome, neprimena sugestije ne stvara nikakvu obavezu za društvo (ne mora da se objavi, niti obrazloži).

I u odnosu na ovu vrstu pravila u teoriji postoji sporenje oko njihove opravdanosti. Prema jednim, sugestije su pravila koja nemaju „zube”, sadržinski opterećuju kodekse, ne predstavljaju nikakvu značajnu informaciju za investitore, te ih je potrebno ili prebaciti u kategoriju preporuka ili ih u celosti ukinuti (Bachmann 2019, 66). Prema drugima, sugestije mogu biti značajne u situacijama kada određeno pravilo nije deseglo stepen zrelosti da postane „primeni ili objasni” pravilo, ali pokazuje poželjan pravac razvoja dobre prakse korporativnog upravljanja (Radović 2015, 37). Sugestije se ne mogu smatrati najboljom korporativnom praksom. Kao primer se može navesti nemačko rešenje, prema kome sednica godišnje skupštine treba da traje između četiri i šest sati. Očigledno je da dužina trajanja sednice zavisi od brojnih okolnosti, te propisivanje optimalnog trajanja ima samo instruktivan karakter (Gargantini, Siri 2023, 9–10).

5. ŠTA ZNAČI PRAVILNA PRIMENA KODEKSA?

Primena kodeksa korporativnog upravljanja podrazumeva da je svako akcionarsko društvo dužno da donosi tri vrste korporativnih odluka. Prva vrsta odluka se tiče izbora kodeksa korporativnog upravljanja koje društvo namerava da primenjuje. Ovu slobodu imaju akcionarska društva samo u onim državama koje ne nameću obavezu primene određenog kodeksa. Kao što je već rečeno, Srbija ne spada u ovu kategoriju, jer društvo može da sačini sopstveni kodeks, da prihvati kodeks nekog drugog društva ili da primeni kodeks neke institucije. Prema tome, već na samom startu postoji velika sloboda prilikom izbora kodeksa.

Kada društvo prihvati određeni kodeks, onda se prelazi na sagledavanje i analizu svakog pojedinog pravila sadržanog u njemu. U tom pogledu, društvo treba da preispita u kojoj meri mu odgovara svaka preporuka kodeksa. Samo one preporuke koje su u interesu društva treba prihvatiti i primeniti. Za razliku od odluke o izboru kodeksa, koja se donosi jednom i važi neograničeno, tj. sve dok se ne donese odluka o primeni drugog kodeksa, odluka o primeni svake od preporuka se donosi svake poslovne godine sa rokom važenja za tu godinu.

Konačno, ako je društvo odlučilo da ne primeni neku od preporuka kodeksa, treća vrsta odluka koja se mora doneti je šta primeniti umesto neprimenjene preporuke. Činjenica da neka od preporuka sadržanih u kodeksu nije u interesu društva ne znači da društvo to može samo da konstatuje i ništa dalje da ne preduzima. Društvo je tada u obavezi da odluči o tome koje pravilo treba primeniti umesto te preporuke.

Tri vrste odluka koje društvo donosi predstavljaju tri nivoa na kojima se ispoljava fleksibilnost pravila korporativnog upravljanja. Društvo prvo načelno odlučuje o tome koji kodeks primenjuje, zatim koje od sadržanih preporuka neće primeniti u narednoj godini ili u narednom periodu, a na kraju odlučuje i o tome koje drugo pravilo da primeni. Na ovaj način se društvima omogućava da pravila korporativnog upravljanja prilagode svojim potrebama, uvek imajući u vidu da sva pravila dobre prakse korporativnog upravljanja ne moraju biti najbolje rešenje za svako pojedino društvo. Koncept postojanja kodeksa korporativnog upravljanja je zasnovan na potrebi uvažavanja principa fleksibilnosti i prilagodljivosti, čime se potvrđuje njegova samoregulatorna priroda.

Sloboda data društvima da odlučujuće utiču na pravila korporativnog upravljanja koje će primenjivati ima svoje granice. Naime, društvo je u obavezi da javnosti obznani donete odluke u vezi sa sopstvenim korporativnim upravljanjem. Upravo je to obaveštenje srž koncepta „primeni ili objasni”. Ideja kodeksa korporativnog upravljanja pada u vodu ako društvo prethodno navedene odluke donosi bez ikakvog suštinskog preispitivanja. Zamislimo situaciju da jedno društvo u svom godišnjem izveštaju navede da primenjuje Kodeks korporativnog upravljanja Privredne komore Srbije i da je u svemu usaglašeno sa preporukama navedenim u ovom Kodeksu. Lako se može desiti da to društvo nije ni pogledalo odredbe kodeksa koji navodno primenjuje ili se potrudilo da primeni svaku preporuku, a da pri tom nije utvrdilo da li su one u najboljem interesu društva i da li se nekim drugim pravilom bolje štite interesi društva. Oba scenarija obesmišljavaju logiku

„primeni ili objasni” pravila i pretvaraju je u njegovu suprotnost. Kako bi se sprečio razvoj ovakve prakse, potrebno je unaprediti primenu kodeksa korporativnog upravljanja na sledeći način.

Društva koja primenjuju kodekse treba edukovati o tome šta se podrazumeva pod pravilnom primenom ove vrste mekog prava. U tom pogledu je potrebno stalno ukazivati na sledeće: društvo može biti usaglašeno sa kodeksom korporativnog upravljanja i ako ne primenjuje svaku njegovu preporuku. Ovakav naizgled nelogičan zaključak je posledica potrebe za prilagođavanjem dobre prakse korporativnog upravljanja sadržane u kodeksima konkretnim društvima. Društva moraju da shvate da prihvatanje svih preporuka kodeksa ne mora nužno da znači dobro korporativno upravljanje, kao što ni nepoštovanje jedne ili više preporuka ne podrazumeva loše upravljanje. Upravo je zbog toga važno da se razvija tzv. kultura odstupanja od „primeni ili objasni” pravila (više vid. Radović 2015, 37–41).

6. KONTROLNI MEHANIZMI

Kontrola primene kodeksa korporativnog upravljanja je od posebnog značaja ako se ima u vidu da je u praksi nesporno utvrđeno da postoji diskrepanca između pravila dobre prakse korporativnog upravljanja sadržane u brojnim kodeksima i njihove implementacije. Očigledno je da *de jure* standardizacija pravila dobre prakse korporativnog upravljanja nije praćena i *de facto* konvergencijom korporativnog upravljanja (Palepu, Khanna, Kogan 2002, 20).

Poslednjih nekoliko decenija smo svedoci svojevrsne evolucije pravnog značaja kodeksa korporativnog upravljanja kao izvora prava (Pietrancosta 2011, 29). U prvoj fazi primena kodeksa je bila dobrovoljna, jer je zavisila isključivo od privrednog društva. Kodeksi su bili pravno neobavezujući dokumenti, a ideja je bila da tržišne sile sancionišu one koji nedovoljno pažnje posvećuju ovoj tematici, što znači da bi neprimena kodeksa mogla da bude od značaja prilikom formiranja cene akcija na tržištu (Wymeersch 2005, 4–5). U drugoj fazi razvoja dolazi do oficijelnog priznanja kodeksa korporativnog upravljanja, ali ništa više od toga. To tzv. javno priznanje kodeksa se ispoljavalo u različitim formama, a kretalo se od preporučivanja njegove primene (na primer, od strane komisije za hartije od vrednosti ili berze), preko učešća državnih organa i/ili regulatora u njegovoj izradi, pa sve do faktičkog priznanja usaglašenosti sa odredbama kodeksa (na primer, društva usaglašena sa odredbama kodeksa su na listingu berze obeležena na specifičan način, što bi po logici odgovaralo nekom znaku kvaliteta) (više: Pietrancosta 2011, 29–30). U trećoj fazi razvoja su počeli da se koriste pravni mehanizmi, kojima su se kodeksi sve više udaljavali od svoje samoregulatorne prirode, a približavali zakonskoj regulativi. No, i pored toga, retki su sistemi, poput Kine, u kojima su kodeksi pravno obavezujući dokumenti. Danas dominira rešenje prema kome se zakonom uvodi obaveza za javna akcionarska društva da objave stepen usklađenosti sa „primeni ili objasni” pravilima kodeksa. Na ovaj način je stvoren jedan „hibridni regulatorni metod”, jedna nova vrsta mekog prava (tzv. „meko pravo 2.0”), za koji mnogi smatraju da je inovativan, ali i zbunjujući (Pietrancosta 2011, 34).

Nadzor nad primenom kodeksa korporativnog upravljanja obuhvata kontrole dve vrste neusaglašenosti: formalnu i supstancijalnu. Formalna neusaglašenost podrazumeva da društvo nije sačinilo i javno obznanilo izjavu o korporativnom upravljanju u skladu sa zakonskim zahtevima, dok supstancijalna neusaglašenost obuhvata nepostupanje društva u skladu sa izjavom o korporativnom upravljanju (Pietrancosta 2011, 34–35). U slučaju formalne neusaglašenosti, sankcije bi trebalo da budu identične onima koje se primenjuju i u drugim situacijama neobjavljiivanja informacija. Supstancijalna neusaglašenost je mnogo komplikovanija i može imati raznovrsne pojavne oblike. Tako je moguće da društvo ne primenjuje brojna „primeni ili objasni” pravila, a u izjavi je navelo suprotno.⁴⁴ Takođe, moguće je da društvo u izjavi navede da nije primenilo neka pravila, pri čemu nije dalo adekvatno obrazloženje za neprimenu ili nije navelo koje je drugo pravilo primenilo.

Način vršenja nadzora u velikoj meri može zavisi od toga ko je usvojio kodeks. Do sada su kodekse uglavnom usvajale: 1) berze, 2) države, odnosno državni organi, 3) udruženja direktora, 4) udruženja menadžera, 5) udruženja investitora i 6) druga profesionalna udruženja (Aguilera, Cuervo-Cazurra 2004, 423). Po prirodi stvari, kodeksi koje donese država i berze mogu imati veći stepen obaveznosti, što bi podrazumevalo i viši stepen ostvarivanja kontrole njihove primene. Praksa pokazuje da kodeksi korporativnog upravljanja koje preporučuju institucionalni investitori imaju sve veći značaj, i to naročito u državama u kojima dominiraju institucionalni investitori kao akcionari.

Nije neuobičajeno da se na neki način centralizuje nadzor nad primenom kodeksa. U tom pogledu su prisutna raznovrsna rešenja. Nadzor može da vrši telo koje je kodeks i usvojilo (Velika Britanija i Italija), *ad hoc* komisija (Holandija i Francuska), udruženja institucionalnih investitora ili izdavalaca (Italija), regulator tržišta kapitala (Luksemburg), i sl (Gargantini, Siri 2023, 27–28). Ideja kontrole nije u tome da se oštro sankcionišu oni za koje se utvrdi da ne poštuju preporuke kodeksa koji primenjuju, jer bi to bilo u suprotnosti sa pravnom prirodom kodeksa kao mekog prava. Nadzor treba da dovede do toga da se prikupljene informacije objavljuju („imenuj i osramoti”, engl. „*name and shame*”), ali i da se primenjuju neki drugi blaži vidovi uticaja, poput slanja individualnih zahteva konkretnom društvu za pružanje dodatnih informacija ili poverljivih pisama kojima se društvu ukazuje na uočene probleme u praksi korporativnog upravljanja (Gargantini, Siri 2023, 28).

7. ZAKLJUČAK

Kroz osnovne dileme koje prate uređivanje materije korporativnog upravljanja pravilima mekog prava u radu je ukazano na najznačajnije prednosti, ali i nedostatke ovakve regulative. Fleksibilnost „primeni ili objasni” pravila i potreba da se pravila dobre prakse korporativnog upravljanja prilagode svakom pojedinačnom društvu su bila i ostala fundamentalna prednost primene kodeksa. Iako su očekivanja bila velika, u srpskoj praksi kodeksi korporativnog upravljanja nisu dali zadovoljavajuće rezultate. Jednostavno rečeno, umesto da se studiozno bave i usavršavaju

44 Empirijski podaci u Italiji su pokazali da je suštinska usklađenost sa pravilima kodeksa daleko niža od formalne usklađenosti (Bianchi, Ciavarella, Novembre, Signoretti 2010).

pravila dobre prakse koja primenjuju, veliki broj društava samo ispunjava formalne zahteve koje postavlja zakon, bez ulaženja u dublje analize. Utisak je da naša društva još uvek nisu shvatila da dobra praksa korporativnog upravljanja nije uperena protiv njih, niti je njihov cilj da optereće društva brojnim pravilima. Naprotiv, njihova primena bi trebalo da omogući društvima lakši pristup tržištima kapitala, bolju reputaciju, veću efikasnost, a posledično i bolji poslovni učinak. *Pro futuro*, treba uložiti napor kako bi privredna društva shvatila sve prednosti dobrog korporativnog upravljanja, ali i raditi na sadržinskom unapređivanju ovih pravila. U ovom trenutku je za Srbiju bolje rešenje razvijanje jednog, nacionalnog kodeksa, pri čemu bi institucija koja stoji iza njega bila odgovorna za praćenje primene preporuka sadržanih u njemu.

LITERATURA

- Aguilera Ruth V., Alvaro Cuervo-Cazurra. 3/2004. Codes od Good Governance Worldwide: Ehat is the Trigger? *Organization Studies* 25: 417–446.
- Bachmann, Gregor. 2021. Why Is There No U.S. Code of Corporate Governance? – Some comparative observations on corporate governance regulation. *Festschrift für Christine Windbichler zum 70. Geburtstag am 8. Dezember 2020*, Hrsg. Gregor Bachmann, Stefan Grundmann, Anja Mengel, Kaspar Krolop. De Gruyter.
- Bachmann, Gregor. 2019. Disclosure of Corporate Governance by Codes. *Transparency of Stock Corporations in Europe – Rationales, Limitations and Perspectives*, Hrsg. Vassilios Tountopoulos, Rüdiger Veil. Hart.
- Bebchuk Lucian Arye, Assaf Hamdani. 2/2002. Optimal Defaults for Corporate Law Evolution. *Northwestern University Law Review* 489–520.
- Bianchi Marcello, Angela Ciavarella, Valerio Novembre, Rossella Signoretti. 2010. Comply or Explain? Investor Protection Through Corporate Governance Codes. ECGI – Finance Working Paper No. 278/2010, <https://ssrn.com/abstract=1581350>, poslednji pristup 26. oktobra 2025.
- Gargantini Matteo, Michele Siri. 2023. Corporate Governance Codes. Bocconi Legal Studies Research Paper No. 4328588, <https://ssrn.com/abstract=4328588>, poslednji pristup 16. novembra 2025.
- Cheffins, Brian R. 6/2010. The Stewardship Code's Achilles' Heel. *The Modern Law Review* 73: 1004–1025.
- Cheffins Brian R., Bobby Reddy. 2022. Thirty Years and Done – Time to Abolish the UK Corporate Governance Code. European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 654/2022, <https://ssrn.com/abstract=4132617>, poslednji pristup 15. oktobra 2025.
- Hopt, Klaus J. 2013a. 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: Cambridge University Press.
- Hopt, Klaus J. 2013b. Der Deutsche Corporate Governance Kodex: Grundlagen und Praxisfragen. *Festschrift für Michael Hoffmann-Becking*. Munich.
- Hopt, Klaus J. 2017. The Dialogue between the Chairman of the Board and Investors: The Practice in the UK, the Netherlands and Germany and the Future of the German Corporate Governance Code Under the New Chairman. ECGI – Law Working Paper No. 365/2017, <https://ssrn.com/abstract=3030693>, poslednji pristup 26. juna 2025.

- Howorth Carole, Martin R. Kemp, Timothy J. Nichol. 2023. Codes of Governance for Family Businesses, <https://static1.squarespace.com/static/64dcaa8b96fc07122c799a2f/t/65703ee5c218473cbc9171e5/1701854957635/Codes+of+Governance.pdf>, poslednji pristup 26. juna 2025
- International Finance Corporation. 2008. *IFC Priručnik za upravljanje porodičnim firmama*. Jevremović Petrović, Tatjana. 4/2023. Corporate governance in Serbian family-owned companies: idle opportunities. *Annals Belgrade Law Review* 725–754.
- Kremer Thomas, Bachmann Gregor, Lutter Marcus, v. Werder Axel. 2021. *Deutscher Corporate Governance Kodex*. München: Verlag C.H.Beck.
- Mandl, Irene. 2008. *Overview of Family Business Relevant Issues – Final Report*, Vienna: KMU Forschung Austria.
- Mitrović, Milena. 1/2020. Razvoj pravnog okvira EU o nefinansijskom izveštavanju. *Pravo i privreda* 58: 160–183.
- OECD. 2025. *OECD Corporate Governance Factbook 2025*. Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/f4f43735-en>, poslednji pristup 28. novembra 2025.
- OECD. 2005. *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*. Paris: OECD Publishing. https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/oecd_soe_en.pdf, poslednji pristup 28. novembra 2025.
- OECD. 2024. *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises 2024*, Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/18a24f43-en>, poslednji pristup 28. novembra 2025.
- Palepu, Krishna, Tarun Khanna, Joseph Kogan. 2002. Globalization and Similarities in Corporate Governance: A Cross-Country Analysis. Harvard NOM Working Paper No. 02–31; Strategy Unit Working Paper No. 02–041; Harvard Business School Working Paper No. 02–041, <https://ssrn.com/abstract=323621>, poslednji pristup 3. decembra 2025.
- Pargendler, Mariana. 2/2016. The Corporate Governance Obsession. *The Journal of Corporation Law* 42: 359–402.
- Pietrancosta, Alain. 1–2/2011. Enforcement of corporate governance codes: A legal perspective. *RTDF* 27–39.
- Radović, Vuk. 3/2016. O približavanju kodeksa korporativnog upravljanja zakonskoj regulativi. *Teme* 1121–1137.
- Radović, Vuk. 2/2015a. Razvoj kulture odstupanja od „primeni ili objasni” pravila korporativnog upravljanja. *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu* 23–44.
- Radović, Vuk. 2015b. Institucionalni investitori kao aktivni i odgovorni akcionari – realnost, obaveza ili utopija. *Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske unije (2015)*, ur. Vuk Radović. Beograd: Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu.
- Wymeersch, Eddy. 2005. Enforcement of Corporate Governance Codes. ECGI – Law Working Paper No. 46/2005, <https://ssrn.com/abstract=759364>, poslednji pristup 2. Novembar 2025.

Vuk Radović, LL.M. (Pittsburgh), PhD
Full Professor, University of Belgrade Faculty of Law, Serbia

ADVANTAGES AND DISADVANTAGES OF SELF-REGULATION THROUGH THE CORPORATE GOVERNANCE CODE

Summary

Since their introduction, corporate governance codes have been accompanied by numerous uncertainties. Proponents of the existence and development of this source of soft law point to the advantages of regulating corporate governance through such codes. However, this does not mean that the obvious shortcomings of this regulatory mechanism are being overlooked. In this paper, the author will, within six dilemmas that accompany these codes, provide certain guidelines aimed at a more comprehensive understanding of their strengths and weaknesses. The first dilemma analyzes whether corporate governance should be regulated through codes at all, or whether traditional sources of company law and capital market law should continue to be relied upon. The second dilemma concerns whether there should be only one national code or whether plurality – and thus competition among codes – should be encouraged. Within the third dilemma, more attention will be devoted to identifying personal scope of application of corporate governance codes and to examining how the „comply or explain” concept continues to expand its scope of application. The fourth dilemma pertains to the types of rules that codes contain – or should contain. In this respect, particular focus is placed on principles, suggestions, and statutory rules, which are not characteristic of all codes. The fifth dilemma points out that significant effort is required to educate companies on the proper application of these codes, that is, on understanding the true meaning of the „comply or explain” rules. Finally, the last dilemma concerns the control mechanisms that should be developed in order to ensure the effective implementation of corporate governance codes. The general conclusion for Serbia is that corporate governance codes have not produced satisfactory results, and that changes in this regard are urgent.

Key words: *Corporate governance code. – Soft law. – „Comply or explain” rules. – Law on business organizations. – Corporation.*