

VUK RADOVIĆ

CILJ PRIVREDNOG DRUŠTVA SA OSVRATOM NA AKTUELNU PANDEMIJU

Imaju li privredna društva jasno određen cilj? Da li je taj cilj jedinstven za sva privredna društva? Može li privredno društvo da formuliše svoj cilj i da postupa u skladu sa njim? Da li je ovo oblast u kojoj zakonodavac treba da interveniše, do koje mere i na koji način? Kakvu ulogu treba i može da ima samo privredno društvo prilikom određivanja sopstvenog cilja? Ovo su samo neka od pitanja na koja autor u ovom radu pokušava da da odgovor, imajući u vidu brojne teorijske rasprave, kao i uporedna i domaća zakonodavna rešenja. Dilema između primene akcionarske teorije i multiinteresne (stejkholderske) teorije predstavlja jednu od najvećih kontroverzi savremenog kompanijskog prava. Aktuelna pandemija je samo dodatno apostrofirala osnovne probleme ovih teorija. Imajući u vidu da se konačni odgovori u ovoj oblasti ne mogu dati, autor sagledava domaća rešenja, kako bi dao preporuke za njihovo tumačenje.

Ključne reči: akcionar, stejkholder, akcionarsko društvo, COVID-19, Berle-Dodd debata, Fridmanova doktrina

POSTAVLJANJE PROBLEMA

Koji je cilj privrednog društva? Imaju li sva privredna društva isti cilj ili vrsta privrednog društva determiniše i neki drugačiji cilj? Ako se pođe od teze da privredna društva imaju neki cilj, onda se opravdano postavlja sledeće pitanje:

Prof. dr Vuk Radović, LL.M. (University of Pittsburgh), redovni profesor Pravnog fakulteta Univerziteta u Beogradu, e-mail: vuk@ius.bg.ac.rs. Rad se objavljuje u okviru projekta Pravnog fakulteta Univerziteta u Beogradu pod nazivom „Epidemija. Pravo. Društvo“ za 2021. godinu.

da li taj cilj treba da bude definisan od strane zakonodavca ili treba dopustiti samim društvima da odrede sopstveni cilj? Postoji li mogućnost da društva odrede svoj cilj na drugačiji način od cilja koji je predviđen zakonom? Može li društvo da ima više ciljeva? Prilikom određivanja cilja privrednog društva, da li se treba primarno rukovoditi interesima akcionara, odnosno članova, ili treba uzimati u obzir i interese drugih nosilaca rizika poslovanja privrednog društva? Ako se prihvati potreba za uvažavanjem drugih nosilaca interesa poslovanja, onda se postavlja pitanje na koji način to učiniti. Da li interese drugih nosilaca treba samo uvažiti, uz primarno vođenje računa o interesima akcionara, odnosno članova, ili sve pomenute interese treba smatrati ravnopravnim?

Pretpostavimo da je generalnom direktoru velikog akcionarskog društva stiglo nekoliko molbi za pružanje finansijske pomoći. Jedna se odnosi na lokalni fudbalski klub, koji je na ivici stečaja, druga, na pokrivanje troškova lečenja deteta lica koje je zaposleno u društvu, treća, na pomoć u otklanjanju ekoloških problema do kojih je došlo usled izlivanja otrovnih supstanci u jezero nedaleko od sedišta društva, četvrta, na pokrivanje troškova stipendije školovanja u inostranstvo i peta, na pomoć udruženju srpskih ratnih veterana. Ima li direktor pravo da udovolji svim ovim molbama? Kojim kriterijumima on treba da se rukovodi prilikom odlučivanja o pojedinačnim zahtevima? Ako se pođe od tradicionalne teze da direktori zastupaju interese akcionara, odnosno članova i da moraju primarno da vode računa o njihovim interesima, postaje jasno da bi ovakva trošenja sredstava umanjivala profit privrednog društva, što se posledično negativno odražava na bogatstvo akcionara, odnosno članova. Međutim, da li privredno društvo može da se posmatra samo kao sredstvo za ostvarivanje interesa akcionara, odnosno članova, ili je ono nešto više od toga? U modernoj teoriji i praksi sve su zastupljenija shvatanja o višedimenzionalnim ciljevima privrednog društva. Interes članova je samo jedan interes kojim društvo treba da se rukovodi. Pored njega, postoje i drugi interesi koje društvo ne može i ne sme da zanemaruje, poput interesa zaposlenih, dobavljača, klijenata, potrošača, zaštite životne sredine, ali i javnih, opštedruštvenih interesa. Posmatrano iz ove perspektive, društvo bi moglo da udovolji većini gorepomenutih finansijskih zahteva.

U kompanijskom pravu se uvek polazi od teze da privredno društvo nije socijalna ustanova. U pravu postoje drugi subjekti koji se osnivaju radi ostvarivanja raznorodnih vanekonomskih ciljeva. Privredno društvo mora da ostane subjekt u pravu kojim se u osnovi postižu ekonomski ciljevi i interesi. U suprotnom, niko ne bi želeo da ulaže svoj kapital u poslovne poduhvate, tj. u kupovinu akcija i udela. Međutim, između privrednog društva kao isključivo ekonomske kategorije i privrednog društva koje ostvaruje dominantno socijalne ciljeve postoji širok dijapazon mogućnosti, koje

ne negiraju ekonomsku suštinu privrednih društava, ali pri tom omogućavaju na neki način uvažavanje i nekih drugih interesa, van interesa akcionara, odnosno članova.

BERLE-DODD DEBATA

Početne rasprave o cilju privrednog društva se najčešće vezuju za dva eminentna američka profesora, Adolfa Berlea (*Adolf A. Berle, Jr.*) i Merika Doda (*E. Merrick Dodd, Jr.*), koji su 30-ih godina prošlog veka svoje radove objavili u prestižnom pravnom časopisu *Harvard Law Journal*. U tim radovima, oni su oponirali jedan drugom, braneći potpuno suprotna stanovišta, a njihova intelektualna rasprava je u teoriji kompanijskog prava poznata kao *Berle-Dodd* debata (dijalog).¹

Adolf Berl se s pravom smatra jednim od najuticajnijih autora korporativnog prava. Njegova knjiga, *Moderna korporacija i privatna svojina*, koju je 1932. godine napisao zajedno sa ekonomistom Gardinerom Minsom (*Gardiner Means*), i danas se smatra nezaobilaznim štivom koje je postavilo osnove za brojne naknadne rasprave iz raznih oblasti kompanijskog prava.² Ističući značaj Adolfa Berlea, profesorka Dženifer Hil figurativno navodi da ako je nekada bila tačna konstatacija da su svi putevi vodili u Rim, tako je danas podjednako tačno da u materiji korporativnog prava svi pravci razmišljanja radijalno deriviraju od prof. Berlea.³ U ovoj knjizi, za koju se kaže da predstavlja poslednje veliko originalno naučno delo u korporativnom pravu, u smislu svoje snage da kanališe javni diskurs,⁴ Berl i Mins razvijaju tezu o razdvojenosti vlasništva od upravljanja društvom („vlasnici ne upravljaju, direktori ne poseduju“). Naime, akcionari su postali pasivni vlasnici u potpunosti izolovani od upravljanja društvom. Na taj način je vlasništvo depersonalizovano, što je u krajnjoj liniji rad skupštine akcionara svelo na ceremonijalni ritual, bez mnogo uticaja na direktore. Zbog toga se knjiga, pored analize i objašnjenja postojećeg stanja, bavi načinima prevazilaženja problema sve manjeg značaja akcionara.

Na liniji prethodno pomenutih razmišljanja, prof. Berl objavljuje članak u kome pokušava da premosti jaz koji postoji između velike snage i uticaja direktora i izrazito slabih i disperzovanih akcionara.⁵ Prva rečenica članka, ujedno i najcitiranija

¹ Više, Joseph L. Weiner, „The Berle-Dodd Dialogue on the Concept of the Corporation“, *Columbia Law Review*, br. 64, 1964, 1458-1477.

² Adolf A. Berle, Jr., Gardiner Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932.

³ Jennifer G. Hill, „Then and Now: Professor Berle and the Unpredictable Shareholder“, *Seattle University Law Review*, br. 33(4), 2010, 1005.

⁴ Roberta Romano, „Metapolitics and Corporate Law Reform“, *Stanford Law Review*, br. 36, 1984, 923.

⁵ Adolf A. Berle, Jr., „Corporate Powers as Powers in Trust“, *Harvard Law Journal*, br. 44, 1931, 1049-1073.

u literaturi, u celosti otkriva stav prof. Berla, a on glasi: „sva ovlašćenja data akcionarskom društvu ili upravi akcionarskog društva, ili bilo kojoj drugoj grupi unutar akcionarskog društva, bez obzira da li se izvode iz zakona ili internih akata ili oboje, nužno je da budu u svako doba vršena samo u srazmernu korist svih akcionara“. Prema tome, problem „jake uprave i slabih akcionara“ prof. Berl rešava tako što nalaže upravi da radnje preduzima u interesu akcionara. Otuda, jedini cilj privrednog društva je da stvara profit za svoje akcionare, odnosno članove. Ovim člankom je inaugurisana tzv. akcionarska teorija, koja među svim nosiocima rizika poslovanja akcionarskog društva, apsolutni primat daje akcionarima i zaštititi njihovih interesa.

Premda se akcionarska teorija vezuje za prof. Berla, treba reći da je ona nastala i razvijala se decenijama pre pomenutog članka. Uostalom, u čuvenom slučaju *Dodge v. Ford Motor Co.* iz 1919. godine,⁶ Vrhovni sud Mičigena je zauzeo sledeći stav: „poslovna korporacija je organizovana i poslove obavlja u korist akcionara. Ovlašćenja direktora treba da se koriste u te svrhe. Prilikom izbora sredstava za ostvarivanje te svrhe direktori imaju diskreciono pravo, ali ne i u pogledu promene svrhe same po sebi, u smislu smanjenja profita ili neraspodele profita među akcionarima kako bi se on iskoristio za druge svrhe“. Ovaj pristup se može nazvati tradicionalnim, te prof. Berl nije ništa novo, a ponajmanje epohalno napisao u pomenutom članku. Jedino što je on želeo je da tu ideju iznova aktualizuje i brani, jer je shvatio da drugo stanovište dobija sve veću podršku, kako od strane zakonodavaca, tako i samih akcionarskih društava.

Profesor Merik Dod se suprotstavio idejama akcionarske teorije. On polazi od teze prema kojoj je privredno društvo ekonomska institucija, koja pored funkcije sticanja profita ima i socijalnu ulogu.⁷ Pitanje koje on sebi postavlja nije da li direktori mogu na dobrovoljnoj osnovi da prihvate koncept društvene odgovornosti i da ga sprovedu u delo, već da li se ovakvi eksperimenti protive osnovnim principima kompanijskog prava. Prof. Dod ukazuje na to da su akcionarska društva izvorno ostvarivala značajne socijalne funkcije, koje su naknadno nestale, i transformisale se u princip maksimizacije akcionarskog bogatstva. On je 30-ih godina prošlog veka uočio da se situacija u privredi ponovo menja, i to u korist širenja kruga lica u čiju korist akcionarsko društvo treba da obavlja svoje delatnosti. Sve su bili češći primeri da su direktori koristili sredstva društva radi ostvarivanja socijalno odgovornih ciljeva, nemajući pritom kao jedini cilj ostvarivanje profita. Konačno, prof. Dod smatra da se akcionarsko društvo ne može i ne sme svesti na akcionare,

⁶ *Dodge v. Ford Motor Co.*, Supreme Court of Michigan, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (1919).

⁷ E. Merrick Dodd, Jr., „For Whom are Corporate Managers Trustees?“, *Harvard Law Review*, br. 45, 1932, 1148.

već se mora prihvatiti realnost, da postoje i drugi nosioci interesa poslovanja društva, poput potrošača, zaposlenih, poverilaca i društvene zajednice u celini. Prema tome, cilj akcionarskog društva nije da se ostvaruju interesi samo akcionara, već i drugih nosilaca rizika poslovanja.

Objavljena dva članka nisu predstavljala kraj dijaloga ova dva profesora. Naime, naknadno je prof. Berl priznao da je shvatanje prof. Doda odnelo prevagu.⁸ Ovim prof. Berl nije rekao da je Dod bio u pravu, već samo da je praksa krenula tim putem, pri čemu on nije smatrao da je to pravi put.⁹

Berle-Dodd debata je apostrofirala dva potpuno suprotstavljena stanovišta u pogledu cilja privrednog (akcionarskog) društva. Prof. Berl je zagovornik tzv. minimalističke verzije, jer direktori treba da vrše dužnosti samo u interesu akcionara. Na ovaj način su njihova ovlašćenja ograničena. Prof. Dod je zagovornik davanja veće diskrecije direktorima, kako bi oni mogli da uzmu u obzir i druge nosioce rizika poslovanja društva. Premda su se u svojim radovima Berl i Dod bavili pitanjem dužnosti direktora, na širem planu njihova rasprava se odnosi na suštinu akcionarskog društva, tj. na određenje njegove prirode. Tako su nastale i dve opozitne teorije: akcionarska teorija, zasnovana na postavkama prof. Berla, i multiinteresna teorija, razvijena na fundamentalnim postavkama koje je zagovarao prof. Dod.

MODERNE TEORIJE

Na osnovu ideja prof. Berla i Doda narednih decenija je veliki broj autora pokušavao da razvije teorije, koje bi ili pojačavale argumentaciju za akcionarsku, odnosno multiinteresnu teoriju ili bi razvijale neke nove teorije koje se suštinski nalaze između postojeće dve (tzv. teorije trećeg puta). U nastavku će biti prikazane samo dve uticajne teorije, od kojih je prva predstavljala oslonac svim kasnijim pristalicama akcionarske teorije (Fridmanova doktrina), dok druga predstavlja jednu uspešnu i originalnu varijantu promovisanja multiinteresnog pristupa (Majerova teorija prosperiteta i korporativne svrhe).

Fridmanova doktrina

U prvoj polovini 20. veka je postalo očigledno da multiinteresna teorija dobija sve više na značaju. Nobelovac Holmstrom i prof. Kaplan su to objasnili na sledeći način: „...struktura korporativnog upravljanja koja je postojala pre 80-ih

⁸ Adolf A. Berle, Jr., *The 20th Century Capitalist Revolution*, New York, 1954, 167.

⁹ J. L. Weiner, op. cit., 1464-1465.

je davala menadžerima velikih javnih američkih akcionarskih društava malo razloga da se primarno fokusiraju na interese akcionara. Pre 1980. godine, uprava društva je smatrala sebe ne zastupnikom akcionara, već „akcionarskog društva“. Na ovaj način, cilj firme nije bio maksimiziranje akcionarskog bogatstva, već da se obezbedi rast (ili barem stabilnost) preduzeća „balansiranjem“ zahteva svih značajnih korporativnih „stejkholdera“ – zaposlenih, dobavljača i lokalne zajednice, kao i akcionara.¹⁰ U teoriji je ovaj period poznat pod nazivom „menadžerski kapitalizam“. Za razliku od prethodnog perioda (kraj XIX i početak XX veka), direktori i menadžeri nisu bili fokusirani samo na sticanje dobiti, već na rast društva, pri čemu su posebno uvažavani i interesi zaposlenih, potrošača i zajednice u celini.¹¹ Jedan od autora koji se najčešće „krivi“ za promenu ovakve prakse je Nobelovac Milton Fridman, slavni predstavnik čuvene Čikaške ekonomske škole i jedan od dvojice najznačajnijih i najuticajnijih ekonomista 20. veka.

Prof. Fridman je 1870. godine objavio svoj čuveni članak u časopisu *New York Times Magazine*, pod naslovom „Socijalna odgovornost poslovanja je da povećava sopstveni profit“. ¹² *New York Times* je ovaj članak nazvao „Fridmanova doktrina“, i taj termin se i danas koristi za ideje koje su u njemu prezentovane.

U ovom radu, prof. Fridman polazi od toga da se u pravnom sistemu zasnovanom na privatnoj svojini direktori tretiraju zaposlenima vlasnika privrednog društva. Otuda, oni imaju direktnu odgovornost prema svojim poslodavcima, tj. akcionarima i članovima. Društvom mora da se upravlja u skladu sa željama i interesima vlasnika, što u najvećem broju slučajeva znači da se zaradi što više novca, poštujući pri tom zakone i etičke običaje. Prof. Fridman ne isključuje mogućnost da vlasnici imaju i neke druge ciljeve (na primer, humanitarne) u kom slučaju će direktori svoje aktivnosti vršiti u pravcu ostvarivanja tih ciljeva. Prema tome, direktori su agenti vlasnika, te je njihova primarna odgovornost uperena prema njima.

Po prirodi stvari, direktor ima prava i obaveze kao fizičko lice, koja nemaju veze sa njegovim svojstvom direktora. U tom domenu, on ima svojstvo principala, a ne agenta, jer raspolaže svojim pravima, vremenom ili energijom. Međutim, kada radi u svojstvu direktora, on je dužan da postupa u interesu akcionara. Prof. Fridman polemizuje sa, u tom trenutku često korišćenim, terminom „socijalne

¹⁰ Bengt Holmstrom, Steven N. Kaplan, „The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?“, Finance Working Paper No. 23/2003, dostupno na: *ssrn.com*, 14. 9.2021, 5.

¹¹ Više o menadžerskom kapitalizmu, Brian R. Cheffins, *The Public Company Transformed*, Oxford University Press, New York, 2019, 39-100.

¹² Milton Friedman, „The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits“, *The New York Times Sunday Magazine*, 13.9.1970, 32.

odgovornosti“, te postavlja sebi pitanje da li direktori u tom svojstvu imaju „socijalnu odgovornost“. Ako imaju, to mora da znači da oni mogu da postupaju na način koji nužno ne mora biti u interesu akcionara. Tako, primera radi, direktor može da odustane od povećanja cene proizvoda ili usluga koje društvo proizvodi, odnosno pruža, kako bi sprečio inflaciju. Ili, direktor bi mogao da uloži veća sredstva u zaštitu životne sredine od onih koje su po zakonu nužne, a što bi bilo u skladu sa socijalnim ciljem očuvanja životne sredine. U navednim slučajevima, direktori troše tuđi novac kako bi zadovoljili neke šire opštedruštvene interese. Tako oni postaju javni službenici. Prema prof. Fridmanu, ovakav zaključak je neprihvatljiv, jer direktore biraju primenom kompanijskopравnih pravila članovi, odnosno akcionari. Ako direktori imaju pravnu poziciju javnih službenika, onda bi oni morali da se biraju na neki drugi način.

U trenutku kada je prof. Fridman napisao ovaj rad, u povu je bila ideja društvene odgovornosti kompanija. On je ovu ideju smatrao „fundamentalno subverzivnom doktrinom“, te se i danas tretira jednim od najuticajnijih kritičara te doktrine. Svoju analizu je zaključio sledećim rečima: „postoji jedna i samo jedna socijalna odgovornost biznisa – da koristi svoje resurse i obavlja delatnosti u cilju povećanja profita sve dok se poštuju pravila igre...“

Prikazani „spektakularno uticajan“ članak prof. Fridmana se smatra prekretnicom u korporativnoj pravnoj teoriji. Po mnogima, ovim radom je postavljena „intelektualna osnova za revoluciju ‘akcionarske vrednosti‘“, koja je prihvaćena i danas od strane brojnih ekonomista i pravnika.¹³ Od tog trenutka je Amerika krenula putem tzv. nesputanog kapitalizma. Mnogi autori krive Fridmana za sunovrat američkog korporativnog sektora, koji se desio nekoliko decenija kasnije. Kritičari su ovaj članak nazvali „najglupljom svetskom idejom“, „jednim od ekonomski najdestruktivnijih članaka u istoriji“, i sl. Međutim, činjenica je da u trenutku kada je prof. Fridman pisao svoj rad, ideje koje su njemu prezentovane nisu bili niti nove, niti neuobičajene.¹⁴ Štaviše, veliki broj radova pisan u to vreme govori o tome da je logično očekivanje da akcionarsko društvo delatnosti obavlja u cilju sticanja dobiti. Fridmanovo shvatanje nije bilo ni na koji način radikalno, a ponajmanje revolucionarno. Uostalom, gotovo identične ideje on je prezentovao osam godina ranije u svojoj poznatoj knjizi *Kapitalizam i sloboda*.¹⁵ Prof. Šefins smatra da je Fridmanov članak malo toga promenio kada je reč o prioritetima menadžera, a akcionarska

¹³ Oliver Hart, Luigi Zingales, „Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value“, *Journal of Law, Finance, and Accounting*, br. 2, 2017, 248.

¹⁴ David S. Ruder, „Public Obligations of Private Corporations“, *University of Pennsylvania Law Review*, br. 114, 1965, 214.

¹⁵ Milton Friedman, *Capitalism and Freedom*, 40. ed, 2002 (1962), 133-136.

teorija je odnela evidentnu prevagu sredinom osamdesetih godina nakon talasa neprijateljskih preuzimanja.¹⁶

Majerova teorija prosperiteta i korporativne svrhe

Britanski profesor Kolin Majer (*Colin Mayer*) je skrenuo pažnju naučne i stručne javnosti knjigom *Prosperitet: bolje poslovanje stvara veće dobro*.¹⁷ Ovaj oksfordski profesor ekonomije i menadžmenta polazi od kritike tradicionalne teorije korporacija, koja akcenat stavlja na stvaranje vrednosti za akcionare. Ne slaže se sa uobičajenim argumentom da su drugi nosioci rizika poslovanja društva u dovoljnoj meri zaštićeni ugovorom. Naprotiv, on ih posmatra kao ranjive kategorije, koje kompanijsko pravo ne može i ne sme u potpunosti da zanemari. Prof. Majer smatra da ne treba u toj meri apostrofirati prava i ovlašćenja akcionara. Međutim, rešenje problema on ne nalazi ni u prenošenju ovlašćenja na druge nosioce rizika poslovanja akcionarskog društva. Naprotiv, uprava prilikom donošenja odluka treba da balansira interese svih nosilaca rizika, imajući pritom u vidu dugoročni prosperitet kompanije. Oštro se suprotstavljajući Fridmanovoj doktorini, prof. Majer podriva osnovu moderne korporacije, na kojoj su zasnovane zapadne liberalne demokratije.

Majer je predložio alternativnu, a u određenoj meri i radikalnu teoriju svrhe poslovanja korporacije. Naime, za razliku od Fridmana, prema kome je svrha poslovanja kompanije sticanje profita za akcionare, prof. Majer polazi od teze da stvaranje profita nije samo sebi cilj. Čuvena krilatica ovog profesora glasi: „cilj kompanija je da pronadu rešenja za probleme ljudi i planete, i da radeći to stvaraju profit, ali profit nije *per se* svrha kompanija“.¹⁸ Na ovaj način je eksplicitno izražena težnja ka jačanju javnopravnih funkcija privrednih društava. Prof. Majer ovo ne smatra nekim novim konceptom. Naprotiv, on nas vraća u doba rimskog prava, kada su preteče današnjih privrednih društava osnivane radi obavljanja delatnosti od opšteg interesa. Sličan koncept je bio zastupljen na početku razvoja kompanijskog prava i u mnogim drugim modernim pravnim sistemima.¹⁹

¹⁶ Brian R. Cheffins, „Stop Blaming Milton Friedman!“, March 11, 2020, European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 523/2020, dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=3552950>, 16.9.2021.

¹⁷ Colin Mayer, *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good*, Oxford, 2018.

¹⁸ C. Mayer, op. cit., 109.

¹⁹ Za Nemačku i SAD više, Holger Fleischer, „Corporate Purpose: A Management Concept and Its Implications for Company Law“, *European Company and Financial Law Review*, br. 2, 2021, 167-169.

Za razliku od klasične ekonomske teorije koja kompaniju posmatra kao „skup ugovora“ (engl. „*nexus of contracts*“), prof. Majer polazi od kompanije kao „skupa odnosa“ (engl. „*nexus of relations*“) zasnovanih na poverenju, a ono zavisi od posvećenosti određenoj korporativnoj svrsi. On kompaniju upravo i definiše kao instrument posvećenosti određenoj svrsi. Iz te posvećenosti se razvijaju odnosi poverenja sa svim drugim licima. Ključne karakteristike svakog društva su: svrha, vlasništvo i upravljanje. Prof. Majer uvodi pojam „prosvećene korporacije“ (engl. „*enlightened corporation*“), pod kojim podrazumeva ono društvo koje ima jasno definisanu svrhu, stabilnu vlasničku strukturu i odgovornu upravu.

Iz navedenog je jasno da prof. Majer ključnu ulogu pridaje korporativnoj svrsi. Svrha kompanije nije sticanje dobiti, već je profit posledica ostvarivanja utvrđenog cilja. Svako akcionarsko društvo treba da odredi svoju svrhu, i to u konstitutivnom aktu. Svrha mora da bude precizirana i mora imati širu opštedruštvenu dimenziju. Inspiracija za ovakvo rešenje je pronađena u posebnoj korporativnoj formi prihvaćenoj od strane nekih američkih država, poznatoj pod nazivom „*benefit corporation*“. Članovi uprave svoje dužnosti treba da izvršavaju u skladu sa svrhom definisanom internim aktima, iz čega se prema autoru stvara poverenje drugih nosilaca rizika poslovanja društva. Prikazano rešenje je zasnovano na privatnom pravu i autonomiji volje. O svrsi treba da odlučuju sama društva, a ne zakonodavac imperativnim pravilima. Zbog toga prof. Majer kompanijsko pravo ne posmatra kao skup pravila o tome šta društva smeju, a šta ne smeju da rade, već skup pravila koja treba da omoguće svim licima da se posvete svrsi koju društvo promovise i ostvaruje. Ova knjiga se može posmatrati kao početak i danas aktuelne diskusije o meri u kojoj akcionarska društva treba uređivati dominantno kognitivnim normama, tj. o prirodi i svrsi normi prava akcionarskih društava.

Prof. Majer korporativno upravljanje posmatra kao „upravljanje svrhom“ (engl. „*governance of purpose*“), pri čemu svrhu definiše kao razlog postojanja kompanije.²⁰ Za razliku od tradicionalnih shvatanja, ostvarivanje svrhe je primarni cilj kompanije, dok je stvaranje vrednosti za akcionare u drugom planu. Korporativno upravljanje se ne sme svesti na stvaranje akcionarske vrednosti. Interesi akcionara su subordinirani u odnosu na realizaciju korporativne svrhe. Otuda se može desiti da društvo ostvarujući svoju svrhu ne maksimizira vrednost za akcionare. Prof. Majer se protivi rešavanju problema novom regulativom. Naprotiv, on se oslanja na privatno pravo, zasnivajući svoju ideju na posvećenosti društva korporativnoj svrsi.

²⁰ Colin Mayer, „The Governance of Corporate Purpose“ (May 12, 2021), European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 609/2021, <https://ssrn.com/abstract=3928613>, 2.9.2021.

UPOREDNA REGULATIVA

Američki koncept zaštite akcionarske vrednosti

SAD se uobičajeno svrstavaju u države koje neguju koncept akcionarske vrednosti, naglašavajući tako samo jedan interes u privrednom društvu – interes vlasnika. Međutim, ovakav zaključak bi bio prekomerno pojednostavljen, jer su u ovoj državi, kako u ravni teorije, tako i prakse, sve prisutnija drugačija stanovišta.

Nakon članka Milтона Fridmana, ali i drugih velikih autora, u SAD je nastupila potpuna dominacija akcionarske teorije. Američki pravni institut je 1994. godine usvojio Principe korporativnog upravljanja, u kojima je nedvosmisleno rečeno da korporacija ima za cilj da obavljanjem svojih delatnosti „uvećava korporativni profit i akcionarsku dobit“.²¹ Na prelazu između dva milenijuma je postalo jasno da se velika debata oko cilja korporacije kreće u pravcu akcionarske teorije. Profesori Hansman i Krakman su u svom čuvenom članku iz 2000. godine zakučili da postoji rastući konsenzus oko toga da menadžeri treba da upravljaju akcionarskim društvom u interesu svojih akcionara, dok ostali stejkholderi treba da zaštite svoje interese ugovornim i regulatornim sredstvima, a ne učešćem u korporativnim upravljanju. Ovaj model oni su nazvali „standardni akcionarski orijentisan model“ ili kraće „standardni model“.²²

Ono što je interesantno primetiti je da američko zakonodavstvo ne favorizuje akcionarsku teoriju. Štaviše, kompanijski propisi američkih država se uobičajeno dele u dve kategorije: tradicionalne i stejkholderske. Tradicionalne jurisdikcije, poput Delavera, zakonima ne dotiču ovu tematiku, tj. zakoni se ne određuju prema tome u čijem interesu članovi uprave treba da preduzimaju svoje aktivnosti. Očigledno je da je ova tema prepuštena sudskoj i korporativnoj praksi.

Drugu grupu zakonodavstava čine one države koje su 70-ih i 80-ih godina odlučile da u eri agresivnih neprijateljskih preuzimanja zaštite akcionare. Ta zaštita je ostvarena davanjem velike diskrecije upravi ciljnog društva da se suprotstavi neprijateljskoj ponudi za preuzimanje. Osnovna karakteristika ovih zakona se sastoji u proširivanju faktora koje članovi uprave mogu ili moraju da uzimaju u obzir prilikom suprotstavljanja neprijateljskom preuzimanju.²³ Akcionari nisu jedini nosioci

²¹ American Law Institute, *Principles of corporate governance*, 1994, sec. 2.01(a).

²² Henry Hansmann, Reinier H. Kraakman, „The End of History for Corporate Law“ (January 2000), dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=204528>, 5.10.2021, 2-3.

²³ Prema prof. Bejnbridžu, reč je o jednoj od najznačajnijih („potencijalno revolucionarnih“) promena u američkom pravu akcionarskih društava, koja ima enorman potencijal da utiče na ovu granu prava. Stephen M. Bainbridge, „Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes“, *Pepperdine Law Review*, br. 19(3), 1992, 973-974.

rizika poslovanja u društvu čije interese treba štititi. Ovim zakonima je jasno rečeno da članovi uprave mogu, ali ne moraju uzimati u obzir i druge interese.²⁴ Zakoni ove generacije se uobičajeno nazivaju zakoni drugih nosilaca rizika (engl. *other constituency statutes, stakeholder statutes, non-shareholder statutes*), a u različitim oblicima prihvatilo ih je više od 40 američkih država. Najveći broj zakona sadrži listu nosilaca rizika, ne računajući akcionare, čiji su interesi relevantni za donošenje odluka. Među njima se najčešće pominju zaposleni, bivši zaposleni, dobavljači, potrošači, susedi, zajednica u kojoj je društvo locirano, poverioci društva, pa čak i stanje državne ili nacionalne ekonomije.²⁵ Uprava je ovakvim rešenjima dobila slobodu da prilikom donošenja odluka uzima u obzir sve relevantne interese, a u slučaju da se ovi interesi nađu u sukobu, ne postoji obaveza da se dà prioritet interesima akcionara.²⁶ Praksa je pokazala da su, pored deklarativne zaštite investitora, ovi zakoni primarno štitili upravu ciljnog društva, na taj način što su otežavali ili onemogućavali sprovođenje postupka preuzimanja. Zbog izraženo negativnog stava prema preuzimanju, zakoni tih država članica se u literaturi uobičajeno nazivaju protivpreuzimalački zakoni (*anti-takeover zakoni*).²⁷ Posmatrano iz ugla cilja privrednog društva, jasno je da ovi zakoni predstavljaju očigledan pomak u pravcu prihvatanja *stakeholderske* teorije. Premda doneseni kao odgovor na agresivne taktike neprijateljskih ponudilaca, zakonske odredbe imaju opšti domen primene, tj. nisu ni na koji način ograničene na neprijateljska preuzimanja.

Kada je reč o sudskoj praksi, iznenađujuće je da u SAD ima mali broj odluka koje eksplicitno govore o obavezi uprave da radi u interesu akcionara. Do danas je ostao nacistiraniji slučaj *Dodge v. Ford Motor Co.*, o kome je već bilo reči. Međutim, mnogi autori odbacuju veliku relevantnost ovog slučaja iz najmanje tri razloga: prvo, reč je slučaju starom preko 100 godina; drugo, ovaj slučaj se odnosio na

²⁴ Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation*, WEST Group, St. Paul, Minn., 2002, 544.

²⁵ Charles Hansen, „Other Constituency Statutes: A Search for Perspective“, *The Business Lawyer*, br. 46(4), 1991, 1355; Christin M. Forsinger, *Takeover Law in the EU and the USA – A Comparative Analysis*, Kluwer Law International, Hag, 2002, 94.

²⁶ Edward B. Rock, „For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose“ (May 1, 2020), European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 515/2020, NYU School of Law, Public Law Research Paper No. 20-16, NYU Law and Economics Research Paper, dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=3589951>, 6.10.2021, 9.

²⁷ Više o pet generacija protivpreuzimalačkih zakona o preuzimanju država članica SAD vidi: Arthur Fleischer, Jr., Alexander R. Sussman, *Takeover Defense*, Aspen Law & Business, 2000, 4.1-4.69; Samuel C. Thompson, Jr., *Business Planning for Mergers and Acquisitions*, Carolina Academic Press, Durham, 2001, 949-975; Roberta Romano, „The Political Economy of Takeover Statutes“, *Virginia Law Review*, br. 73, 1987, 111-190; C. M. Forsinger, op. cit., 87-96; Thomas Lee Hazen, David L. Ratner, *Securities Regulation – Cases and Materials*, Thomson West, St. Paul, Minn., 2003, 870-885.

nejavno akcionarsko društvo; i treće, njegov predmet su bile dužnosti kontrolnog člana prema manjinskim članovima.²⁸

Slučaj koji se danas tretira kao odraz prihvatanja akcionarske teorije od strane sudske prakse je *Revlon v. MacAndrews and Forbes Holding, Inc.*²⁹ Vrhovni sud Delavera je ovim slučajem ustanovio test (tzv. *Revlon test*), koji se primenjuje samo u slučaju kada je ciljno društvo stavljeno na prodaju, tj. kada preuzimanje kontrole postane neizbežno. Članovi uprave su od „branilaca korporativnog bastiljona postali aukcionari čiji je osnovni zadatak da prodajom kompanije dobiju za akcionare najbolju cenu“.³⁰ Radnje direktora moraju da budu rukovođene načinima ostvarivanja najpovoljnije cene. Kada „traje aukcija između više aktivnih preuzimalaca, cilj nije da se zaštiti ili očuva privredno društvo, već da se proda najboljem ponudocu“,³¹ a time i ostvari najveća korist za akcionare. Nesporno je da u ovom slučaju najviši sud Delavera prihvata akcionarsku teoriju. No, treba primetiti da je domen primene ovog slučaja veoma skučen, jer se prikazani standard primenjuje samo onda kada se kompanija prodaje za novac, a svi akcionari se isplaćuju, što znači da oni nemaju dugoročnih interesa u vezi sa kompanijom.³²

Konačno, u novije vreme se kao primer proakcionarskog stava Delavera citira slučaj *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark* iz 2010. godine.³³ Sud je u ovom slučaju pošao od činjenice da su dva člana (*Jim* i *Craig*) osnovala akcionarsko društvo čiji je cilj sticanje dobiti. Naknadno je društvu kao član pristupio *eBay*, unoseći višemilionski ulog. Problem je nastupio onda kada je društvo usvojilo plan (tzv. *Rights Plan*), koji nema za cilj maksimiziranje vrednosti akcionarskog društva u korist njegovih članova. Sudija je pošao od toga da korporativna forma nije odgovarajuće pravno sredstvo za ostvarivanje samo filantropskih ciljeva, i to naročito u situaciji kada postoje članovi društva koji su zainteresovani za dobijanje prihoda od svoje investicije. Izborom profitabilne korporativne forme, članovi društva su vezani fiducijarnim dužnostima i standardima karakterističnim za tu formu. Ti standardi obuhvataju „postupanje u cilju promovisanja vrednosti akcionarskog društva u korist njegovih akcionara. „Inc.“ na kraju poslovnog imena mora da znači barem to.“

²⁸ Lynn Stout, *The Shareholder Value Myth – How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, Berrett-Koehler Publishers, Inc., San Francisco, 2012, 27-29.

²⁹ *Revlon v. MacAndrews and Forbes Holding, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

³⁰ Slučaj *Revlon*, 182.

³¹ Slučaj *Revlon*, 184-185.

³² E. B. Rock, op. cit., 9.

³³ *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1 (Del. Ch. 2010).

Poslednjih nekoliko godina u SAD su prisutne brojne aktivnosti u pravcu popularizacije stejkholderske teorije. Počev od Nove paradigme čuvenog njujorškog advokata Martina Liptona,³⁴ preko javnih saopštenja generalnih direktora velikih akcionarskih društava,³⁵ pa sve do radikalnih predloga nekih novih propisa (na primer, senatorke Elizabet Voren³⁶ ili senatora Berni Sandersa³⁷). Veliku pažnju naučne i stručne javnosti je privukla „Izjava o svrsi korporacije“, koju su u okviru organizacije *Business Roundtable*, koja inače okuplja generalne direktore vodećih američkih kompanija, potpisao 181 generalni direktor.³⁸ Ovom izjavom direktori se obavezuju da prenesu vrednost potrošačima, investiraju u zaposlene, pravično i etički postupaju u odnosu na dobavljače, pružaju podršku zajednici u kojoj rade i da stvaraju dugoročnu vrednost za akcionare. Zaključeno je da je svaki nosilac rizika poslovanja društva bitan. Izjava iste organizacije iz 1997. godine je bila potpuno drugačija, jer je osnovni cilj akcionarskog društva bio da stvara vrednost za akcionare. Mnogi autori su zaključili da je na ovaj način *Business Roundtable* potpuno odstupio od koncepta dominacije akcionarske vrednosti.

Konačno, za celovitu analizu američkog prava treba pomenuti i jednu osobenu vrstu akcionarskih društava, poznatu pod nazivom *benefit corporation* (B Corp.). Uvedena je 2010. godine u državi Merilend, nakon čega je prihvaćena od strane velikog broja američkih država, uključujući i Delaver, ali i jednog broja

³⁴ Martin Lipton zagovara prihvatanje koncepta korporativnog upravljanja, kao saradnje između akcionarskog društva, akcionara i drugih nosilaca rizika poslovanja, koji zajednički treba da teže stvaranju dugoročne vrednosti. Martin Lipton, *Corporate Governance: The New Paradigm*, 2017, dostupno na: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/11/corporate-governance-the-new-paradigm/>, 7.10.2021.

³⁵ U literaturi se često citira izjava Lari Finka (*Larry Fink*), generalnog direktora društva *BlackRock*, prema kojoj: „Društvo zahteva od kompanija, i javnih i privatnih, da ostvaruju socijalnu svrhu. Kako bi vremenom prosperirala, svaka kompanija mora ne samo da ostvaruje finansijske rezultate, već i da pokaže kako pozitivno doprinosi društvu. Kompanija mora da koristi svim svojim stejkholderima, uključujući akcionare, zaposlene, potrošače i društvenu zajednicu u kojoj radi.“ Nav. prema: E. B. Rock, op. cit., 2.

³⁶ Senatorka Elizabet Voren (*Elizabeth Warren*) je predložila usvajanje zakona (*Accountable Capitalism Act*) po kome bi uprava morala da vodi računa o interesima svih nosilaca rizika poslovanja društva, a ne samo akcionara. Takođe, ovim zakonom se predlaže i radnička participacija, prema kojoj zaposleni biraju najmanje 40% članova odbora direktora. Nav. prema: E. B. Rock, op. cit., 3.

³⁷ Senator Berni Sanders (*Bernie Sanders*) zagovara usvajanje još radikalnijeg predloga, prema kome su velike kompanije u obavezi da prenesu najmanje 2% svojih akcija, sve dok 20% akcija ne budu u vlasništvu zaposlenih. Takođe, 45% direktora treba da bude izabrano od strane zaposlenih. Nav. prema: E. B. Rock, op. cit., 3-4.

³⁸ *Business Roundtable*, Statement on the Purpose of a Corporation, 2019.

država van SAD.³⁹ Ova vrsta akcionarskih društava ima dualnu prirodu, jer pored ekonomskih ciljeva ostvaruje i opštu javnu svrhu, koja se manifestuje u pozitivnom efektu na društvo i životnu sredinu. Pored opšte javne svrhe, ova društva mogu da ostvaruju i tzv. specifičnu javnu svrhu, poput promovisanja umetnosti ili nauke, zaštite životne sredine, i sl.⁴⁰ Smisao postojanja ove forme je u tome da joj se omogućući ostvarivanje opštedruštvenih ciljeva. Zapravo, ova hibridna forma je zamišljena tako da popuni prostor između klasičnih akcionarskih društava i neprofitnih institucija. Akcionarsko društvo, a u nekim sistemima i neke druge korporativne forme, postaju *benefit corporation* tako što promene svoj osnivački akt i optiraju za primenu posebnih pravila. Nesporo je da ova akcionarska društva nisu u obavezi da maksimiziraju akcionarsku vrednost.

Engleski koncept „prosvećene akcionarske vrednosti“

Engleska je posebnu pažnju skrenula na sebe kada je 2006. godine usvojila Kompanijski zakon, kojim je, između ostalog, uvela i dužnost promovisanja uspeha kompanije (engl. *duty to promote success of the company*). Relevantna zakonska odredba glasi:⁴¹

„Direktor kompanije mora da postupa u dobroj veri, na način za koji smatra da bi najverovatnije promovisao uspeh kompanije u korist njegovih članova u celini, i čineći to uzima u obzir (između ostalog) –

- a) verovatne posledice bilo koje odluke na dugi rok,
- b) interese zaposlenih u kompaniji,
- c) potrebu da se unaprede poslovni odnosi kompanije sa dobavljačima, potrošačima i drugima,
- d) uticaj aktivnosti društva na društvenu zajednicu i okolinu,
- e) poželjnost da kompanija zadrži reputaciju poštovanja visokih standarda poslovnog postupanja i
- f) potrebu da pravično postupa u odnosima između članova kompanije.“

Na prvi pogled, prikazana norma pokušava da pomiri akcionarski i stejkholderski pristup. Zbog toga su se mnogi autori pitali da li ova odredba predstavlja tzv.

³⁹ Guido Ferrarini, Shanshan Zhu, „Is There a Role for Benefit Corporations in the New Sustainable Governance Framework?“ (May 30, 2021), European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 588/2021, <https://ssrn.com/abstract=3869696>, 7.10.2021, 2.

⁴⁰ Model Benefit Corporation Legislation, 2017, § 102.

⁴¹ Companies Act 2006, sec. 172(1).

„treći put“.⁴² Međutim, detaljnija analiza pokazuje da ovaj zakonodavni pristup ne predstavlja radikalno odstupanje od dotadašnje prakse. Štaviše, pitanje je u kojoj meri je ova norma uopšte dovela do značajnije promene u engleskom pravu.

U *common law* praksi se tradicionalno primenjivao standard rada u najboljem interesu društva. Međutim, vremenom se shvatilo da je koncept „najboljeg interesa društva“ neprecizan, te da na osnovu tog standarda direktori nemaju nikakav pouzdan orijentir. Štaviše, pokazalo se da je interes društva pojam koji takoreći nema značenja.⁴³ Naime, kako je kompanija pravno lice, njen interes se pripisuje nekim licima unutar društva. „Interes društva“ ne daje nikakve pouzdane smernice direktorima prilikom vršenja svojih aktivnosti, već im daje široka diskreciona ovlašćenja.

Osnovni cilj zakonske promene je bio da se ukine standard „najboljeg interesa društva“. Umesto njega, uvedeno je pravilo, prema kome su akcionari osnovni objekt zaštite. Prema tome, od svih nosilaca rizika poslovanja društva, izdvojen je interes akcionara i dat mu je privilegovani tretman. Na ovaj način je dominantan stav u praksi dobio i zakonsko uobličjenje.⁴⁴ Napori koje direktori ulažu u uspeh kompanije treba prevashodno da koriste članovima društva. Interesi drugih nosilaca rizika poslovanja su očigledno subordinirani.⁴⁵ Engleski pristup je u teoriji poznat kao koncept „prosvetlene akcionarske vrednosti“ (engl. *enlightened shareholder value*, skr. *ESV*).

Očigledno je da prihvaćeno rešenje odbacuje tzv. pluralistički pristup.⁴⁶ Naime, interesi drugih nosilaca rizika se ne uzimaju u obzir u meri i na način na koji se uvažavaju interesi akcionara. Zakon sadrži spisak od šest interesa o kojima uprava, između ostalog, treba da vodi računa prilikom donošenja odluka. Taj spisak nije konačan, te uprava može da uzima u obzir i druge interese, koji nisu izričito pomenuti.⁴⁷ U svakom slučaju, neakcionarski interesi nemaju samostalnu vrednost, kakvu bi imali u klasičnom *stakeholder*skom sistemu, jer se oni uzimaju u obzir samo u meri u kojoj se promoviše interes kompanije u korist njenih članova.⁴⁸ Priказani član engleskog zakona ne treba razumeti tako da on sugeriše balansiranje

⁴² Andrew R. Keay, „Moving Towards Stakeholderism? Constituency Statutes, Enlightened Shareholder Value and All That: Much Ado About Little?“ (January 4, 2010), <https://ssrn.com/abstract=1530990>, 2.10.2021, 20.

⁴³ Paul L. Davies, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 8. ed., Sweet & Maxwell, London, 2008, 507.

⁴⁴ Više, P. L. Davies, op. cit., 507.

⁴⁵ P. L. Davies, op. cit., 508.

⁴⁶ P. L. Davies, op. cit., 508.

⁴⁷ A. R. Keay (2010), op. cit., 29-30.

⁴⁸ Companies Act 2006, sec. 172(2); P. L. Davies, op. cit., 509.

interesa akcionara sa interesima drugih nosilaca rizika poslovanja, već, naprotiv, tako da predviđa dominaciju akcionarskih interesa, dok ostali interesi igraju ulogu onoliko koliko je to u funkciji unapređenja interesa akcionara. Ako određena odluka ima negativne posledice na jednog ili više neakcionarskih nosilaca rizika, to neće biti od značaja pod uslovom da odluka promoviše interes kompanije u korist članova kao celine.⁴⁹ Međutim, ovo ne znači da englesko pravo zanemaruje neakcionarske interese. Zakonska odredba obavezuje direktore da moraju da uzimaju u obzir i te druge interese, što ukazuje na značajan potencijal da ti drugi interesi budu zaštićeni i uvažavaniji u većoj meri nego ranije.⁵⁰

Kodeks korporativnog upravljanja iz 2018. godine propisuje da je „upravni odbor dužan da utvrdi svrhu, vrednosti i strategiju kompanije“.⁵¹ Svrha kompanije nije definisana. Prema zvaničnom tumačenju, svrha kompanije je razlog njenog postojanja.⁵² Odmah se uočava da je Kodeks zašao u zakonsku materiju, te se postavilo opravdano pitanje odnosa ovog pojma i člana 172 Kompanijskog zakona. Zaključeno je da korporativna svrha u smislu Kodeksa više predstavlja misiju kompanije, koja se izražava određenom idejom u jednoj rečenici.⁵³ Prema tome, svrha kompanije prema Kodeksu nema dalekosežno značenje.

Nemački multiinteresni pristup

Za razliku od anglosaksonskih država, u Nemačkoj nikada nije bilo sporno da uprava može prilikom donošenja odluka da uvažava interese i drugih nosilaca rizika poslovanja društva. Ovakva praksa datira još od tzv. klauzule o opštem dobru (nem. *Gemeinwohlklausel*) sadržane u Zakonu o akcijama iz 1937. godine. Prema relevantnoj odredbi tog zakona, „upravni odbor mora pod sopstvenom odgovornošću da vodi društvo onako kako to zahtevaju dobrobit preduzeća i njegovih nosilaca rizika, kao i opšte dobro naroda i Rajha.“⁵⁴ Ova norma starog nemačkog

⁴⁹ Amita Chohan, „Is Section 172 of the Companies Act 2006 Capable of Delivering for All Stakeholders?“ (August 31, 2012), dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=2139528>, 1.10.2021, 4.

⁵⁰ A. Chohan, op. cit., 5. Upor.: A. R. Keay (2010), op. cit., 24.

⁵¹ Financial Reporting Council, *The UK Corporate Governance Code*, July 2018, Sec. 1, Principle B.

⁵² Financial Reporting Council, *Guidance on Board Effectiveness*, 2018, 12.

⁵³ Za detaljnu analizu, David Kershaw, Edmund-Philipp Schuster, „The Purposive Transformation of Company Law“ (March 31, 2019), LSE Legal Studies Working Paper No. 4/2019, <https://ssrn.com/abstract=3363267>, 2.11.2021.

⁵⁴ Nav. prema: Holger Fleischer, „Unternehmensinteresse und intérêt social: Schlüsselfiguren aktienrechtlichen Denkens in Deutschland und Frankreich“, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, br. 5, 2018, 708.

prava je upečatljiva iz dva razloga: prvo, ne samo što uprava ne mora poslove da vodi u interesu akcionara, već se akcionari ni ne pominju u ovoj odredbi, i drugo, akcenat se stavlja na zaštitu opštedruštvenih interesa, kao i preduzeća u celini.

U naknadnom razvoju nemačkog kompanijskog prava nije došlo do značajnijeg zaokreta u odnosu na prikazano rešenje. Naime, u postupku pisanja Zakona o akcijama iz 1965. godine, koji je sa određenim izmenama i danas na snazi, ova odredba je uzrokovala brojne diskusije. Na kraju je usvojeno rešenje, prema kome „upravni odbor pod sopstvenom odgovornošću vodi privredno društvo“.⁵⁵ Na ovaj način je prihvaćen samo prvi deo ranije važeće odredbe, koji nikada nije ni bio osporavan. Drugi deo odredbe, koji se odnosio na cilj privrednog društva, je izbrisan. Ovakav legislativni razvoj je prouzrokovao teorijske debate. Prema jednima, skraćivanjem zakonske odredbe nije se desila nikakva značajna promena, jer direktori i dalje treba da vode računa o interesima raznovrsnih nosilaca rizika poslovanja društva (tzv. „pluralistička vizija korporativnog upravljanja“⁵⁶). Drugi autori su zauzeli suprotno stanovište, smatrajući da izostavljanje klauzule o opštem dobru označava preorijentaciju ka zaštiti privatnih (akcionarskih) interesa. U svakom slučaju, danas u nemačkoj teoriji i praksi nije sporno da upravni odbor može prilikom donošenja svojih odluka da uzme u obzir i opšte interese. Uostalom, vremenom je razvijen koncept „interesa preduzeća“ (nem. *Unternehmensinteresse*), koji u sebi sublimira i javne interese.⁵⁷

Nemački kodeksi korporativnog upravljanja su prihvatili različite koncepte svrhe akcionarskog društva. Kodeks iz 2002. godine je naglašavao da se odluke donose u najboljem interesu preduzeća i u cilju uvećanja održive vrednosti preduzeća.⁵⁸ Sličan koncept je sadržao i Kodeks iz 2017. godine, s tom razlikom što on izričito govori o potrebi uvažavanja interesa akcionara, zaposlenih i drugih nosilaca rizika poslovanja.⁵⁹ Ovim kodeksom je u nemačko pravo uveden i koncept „časnog trgovca“ (nem. *Leitbild des ehrbaren Kaufmanns*), prema kome uprava nije dužna

⁵⁵ Aktiengesetz, § 76(1).

⁵⁶ Guido Ferrarini, „Corporate Purpose and Sustainability“, December 7, 2020, European Corporate Governance Institute – Law Working Paper N° 559/2020, <https://ssrn.com/abstract=3753594>, 29.9.2021, 28.

⁵⁷ Više, H. Fleischer (2021), op. cit., 179.

⁵⁸ Upravni odbor je odgovoran za nezavisno upravljanje preduzećem. Radeći to, u obavezi je da postupa u najboljem interesu preduzeća i preduzima radnje ka uvećanju održive vrednosti preduzeća. Deutscher Corporate Governance Kodex (The Cromme Code), 2002, tač. 4.1.1.

⁵⁹ Upravni odbor preuzima potpunu odgovornost za upravljanje kompanijom u najboljem interesu kompanije, a to znači da se uvažavaju potrebe akcionara, zaposlenih i drugih stejkholdera, u cilju stvaranja održive vrednosti. Deutscher Corporate Governance Kodex, 2017, tač. 4.1.1.

da postupa samo u skladu sa zakonom, već i u skladu sa etičkim principima. Isti koncept je zadržao i važeći Kodeks iz 2019. godine,⁶⁰ s tom razlikom što je on pojačao socijalnu i opštedruštvenu ulogu kompanija, tako što je naglasio da upravljački organi moraju biti svesni uloge i odgovornosti koju imaju prema društvu u celini.⁶¹ U teoriji se smatra da je ovakav razvoj pravila korporativnog upravljanja u skladu sa dominantnim (stejkholderskim) tumačenjem člana 76(1) Zakona o akcijama.⁶²

Francuska

Francuska je tradicionalno prihvatila akcionarsku teoriju. Građanski zakonik iz 1804. godine polazi od koncepta prema kome je privredno društvo ugovor, a ne institucija sa sopstvenim interesima. Ugovorna teorija privrednog društva je imala za logičnu posledicu i pravilo prema kome „sva privredna društva moraju imati zakonit cilj i osnivaju se u zajedničkom interesu svih članova“.⁶³ Ovakvo rešenje pokazuje restriktivan stav francuskog zakonodavca, koji interese društva izjednačava sa interesima njegovih članova.⁶⁴

Posle Drugog svetskog rata situacija se značajno menja, prvo kroz sudsku praksu, a kasnije i u zakonodavstvu.⁶⁵ Konačno, 2019. godine se usvaja zakon poznat po nazivu *Loi PACTE*.⁶⁶ Ovim zakonom je, između ostalog, na velika vrata uključen koncept socijalnog interesa privrednih društava u francusko pravo. Ubačen je drugi stav člana 1833 Građanskog zakonika, prema kome se „kompanijom upravlja u socijalnom interesu i uzimajući u obzir socijalna pitanja i pitanja životne

⁶⁰ Kodeks naglašava obavezu upravnog i nadzornog odbora, u skladu sa principima socijalne tržišne ekonomije, da uzimaju u obzir interese akcionara, zaposlenih i drugih grupa povezanih sa preduzećem (stejkholderi) kako bi se obezbedila kontinuirana egzistencija preduzeća i stvaranje njegove održive vrednosti (najbolji interes preduzeća). Ovi principi ne zahtevaju samo poštovanje zakona, već i moralno ispravno i odgovorno ponašanje. Deutscher Corporate Governance Kodex, 2019, preambula.

⁶¹ Deutscher Corporate Governance Kodex, 2019, preambula.

⁶² H. Fleischer (2021), op. cit., 180.

⁶³ *Code civil*, čl. 1833.

⁶⁴ Pierre-Henri Conac, „The reform of articles 1833 on social interest and 1835 on the purpose of the company of the French Civil Code: recognition or revolution?“, *Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag*, Band I, C.H.Beck, 2019, 213.

⁶⁵ Više, P.-H. Conac, op. cit., 214-216.

⁶⁶ *Loi n° 2019-486 du 22 Mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises*. Prema prof. Konjaku, ovaj zakon ne treba posmatrati kao revolucionaran, već više kao zakon koji je prepoznao i pretočio u odgovarajuće norme postojeću pravnu situaciju u Francuskoj. P.-H. Conac, op. cit., 218.

sredine vezana za njihove aktivnosti“. Ova odredba se primenjuje na sva privredna društva. Profesor Konjak ukazuje na nekoliko specifičnosti novog rešenja: prvo, zakon ne govori o radu u „interesu društva“ već o „socijalnom interesu“, što je u skladu sa stavovima aktuelne sudske prakse, i drugo, vođenje računa o socijalnim pitanjima i pitanjima zaštite životne sredine je inspirisano britanskim konceptom „prosvetlene akcionarske vrednosti“, koji obavezuje upravu da uvek vodi računa o uticaju odluka koje donose na društvenu zajednicu u celini i zaštitu životne sredine, kako francuskog, tako i stranog prava.⁶⁷ Slične odredbe su uključene i u Trgovački zakonik, a primenjuju se na članove uprave javnih akcionarskih društava, tj. na njihove dužnosti da poštuju zakonom utvrđenu svrhu privrednog društva.⁶⁸ Konačno, Kodeksi korporativnog upravljanja iz 2018. i 2020. godine integrišu isti pristup.⁶⁹

Loi PACTE je u francusko kompanijsko pravo uveo tzv. „smisao postojanja“ (franc. *raison d'être*) društva.⁷⁰ Naime, osnivački akt može da predvidi smisao postojanja kome je kompanija dužna da teži prilikom obavljanja svojih delatnosti. Prema tome, smisao postojanja uvode članovi društva na dobrovoljnoj osnovi. Ako društvo ima smisao postojanja onda se moraju i obezbediti sredstva za njegovo ostvarivanje. Trgovačkim zakonikom je dodatno precizirano da članovi uprave moraju da vode računa o smislu postojanja koji je naveden u osnivačkom aktu društva.⁷¹

„Smisao postojanja“ privrednog društva nije zakonom definisan. Prema nekim autorima, reč je o uopštenom cilju, onome što pokreće poslovanje, duh privrednog društva (*animus*), njegov moto.⁷² Danas postoji saglasnost oko toga da uvođenje „smisla postojanja“ predstavlja vid borbe protiv postupanja u kratkoročnom interesu.⁷³ Optiranje članova za uključivanje „smisla postojanja“ u interne akte društva ima pravne posledice.⁷⁴ Sa jedne strane, društvo treba da obezbedi dovoljno sredstava za ostvarivanje tog cilja, dok sa druge strane, članovi uprave imaju

⁶⁷ Više, P.-H. Conac, op. cit., 216-217.

⁶⁸ *Code de commerce*, L.225-35 i L.225-62.

⁶⁹ Odbor direktora izvršava zakonom ustanovljene dužnosti i uvek postupa u interesu društva. On treba da nastoji da promoviše dugoročno stvaranje vrednosti od strane kompanije uzimajući u obzir socijalne aspekte i aspekte životne sredine njihovih delatnosti. AFEP/MEDEF, *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, 2018, 1.1.; AFEP/MEDEF, *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, 2018, 1.1.

⁷⁰ *Code civil*, čl. 1835.

⁷¹ *Code de commerce*, L.225-35 i L.225-62.

⁷² P.-H. Conac, op. cit., 217.

⁷³ H. Fleischer (2021), op. cit., 172.

⁷⁴ Više, H. Fleischer (2021), op. cit., 173.

obavezu postupanja u skladu sa „smislom postojanja“, te nepostupanje može biti osnov za razrešenje i/ili imovinsku odgovornost. U svakom slučaju, dosta toga će zavisiti od načina na koji je društvo formulisalo svoj „smisao postojanja“, tj. u kojoj meri je on konkretizovan i precizan. Što je on precizniji to je veća verovatnoća da će društvo i njegovi članovi uprave imati veću odgovornost.⁷⁵ Praksa pokazuje da većina javnih akcionarskih društava ima „smisao postojanja“, i on je uglavnom uopšteno formulisan, te se u praktičnim konsekvencama više može smatrati motom društva i marketinškom aktivnošću, nego pravno obavezujućom normom. Međutim, manje od 10% tih društava je „smisao postojanja“ uključilo u svoj osnivački akt.⁷⁶ Generalni direktor društva LVMH je na godišnjoj skupštini izjavio da oni neće uneti „smisao postojanja“ u osnivački akt, jer je upravljanje društvom ionako postalo prekomerno birokratizovano.⁷⁷

ARGUMENTI ZA I PROTIV

Akcionarske teorije

Akcionarske teorije obuhvataju skup raznovrsnih teorija kojima je zajednička karakteristika da akcenat stavljaju na interes akcionara, odnosno prioritet akcionara (engl. *shareholder primacy*), maksimizaciju bogatstva akcionara (engl. *shareholder value maximization*) ili stvaranje vrednosti za akcionare (engl. *shareholder value*).⁷⁸ Ovde je zapravo reč o teoriji jednog interesa – interesa akcionara. Prema tome, od svih nosilaca rizika poslovanja privrednog društva ove teorije izdvajaju jedan interes (interes akcionara) i daju mu apsolutan ili relativan prioritet. Radikalnije varijante ove teorije naglašavaju obavezu postupanja privrednog društva isključivo u interesu akcionara. Akcionarska društva se posmatraju kao sredstvo za ostvarivanje ekonomskih interesa akcionara, što znači da se interes društva poistovećuje sa interesima akcionara. Blaže varijante naglašavaju interes akcionara, ali ne zanemaruju ni druge nosioce rizika poslovanja privrednog društva.

Akcionarske teorije ne zagovaraju tezu da drugi nosioci rizika poslovanja društva treba da budu nezaštićeni. Naprotiv, oni samo smatraju da njihove interese

⁷⁵ Nav. prema: G. Ferrarini (2020), op. cit., 30.

⁷⁶ *Ibidem*.

⁷⁷ Nav. prema: P.-H. Conac, op. cit., 217.

⁷⁸ Borko Mihajlović, „Cilj poslovanja privrednog društva – samo sticanje dobiti ili još nešto?“, *Pravo i privreda*, br. 4-6, Beograd, 2017, 143.

ne treba štititi pravilima kompanijskog prava, već da se zaštita ovih lica mora potražiti u pravilima radnog i socijalnog prava (za zaposlene), prava potrošača, prava konkurencije (za potrošače), prava zaštite životne sredine (za društvo u celini), itd. Izuzetak predstavljaju jedino poverioci, jer se neki aspekti zaštite poverilaca tradicionalno uređuju i kompanijskim pravom (na primer, probijanje pravne ličnosti, pravila o minimalnom kapitalu, ograničenja plaćanja, posebna zaštita kod statusnih promena, itd).⁷⁹ No, i pored toga, najvećim delom se pravni odnos između privrednog društva i poverilaca uređuje pravilima obligacionog i trgovinskog prava.

Intelektualnu osnovu za akcionarsku teoriju su postavili Jensen i Meckling u svom čuvenom članku iz 1976. godine o teoriji firme.⁸⁰ Oni prihvataju i razvijaju tzv. agencijski model akcionarskog društva. Akcionari se nalaze u ulozi principala, dok su članovi uprave njihovi agenti. Iz ovakve ekonomske postavke bilo je logično izvesti zaključak prema kome agenti (direktori) treba da postupaju u najboljem interesu njihovih principala (akcionara).

U najpoznatijoj knjizi koja se bavi ekonomskom analizom korporativnog prava Isterbruk i Fišel su prihvatili i dalje razradili agencijsku teoriju.⁸¹ Naime, oni smatraju da je rad u najboljem interesu akcionara ekonomski najlogičnije rešenje, i to iz najmanje dva razloga. Prvo, ako bi se reklo članovima uprave da treba da postupaju u interesu različitih nosilaca rizika poslovanja privrednog društva, to bi figurativno značilo da oni imaju više „gospodara“. U praktičnim konsekvencama to podrazumeva sledeće: postupanje u interesu većeg broja lica znači da direktori odgovaraju svima, a suštinski ne odgovaraju nikome.⁸² Oni svaku svoju odluku mogu da obrazlože potrebom postupanja u interesu jednog ili nekolicine nosilaca rizika poslovanja. Veći broj stejkholdera znači i veći stepen diskrecije direktora. Upravo bi velika diskrecija omogućila direktorima da ostvaruju svoje ciljeve, što znači da neće biti uvećana vrednost ni akcionara, zaposlenih, potrošača, niti društva u celini, već jedino članova uprave.⁸³ Ovakav multiinteresni pristup bi stvorio pravnu nesigurnost, jer bi odluke uprave bile nepredvidive. Takođe, sudska kontrola rada uprave bi bila iluzorna i potpuno nedelotvorna.

⁷⁹ H. Hansmann, R. H. Kraakman, op. cit., 10.

⁸⁰ Michael C. Jensen, William H. Meckling, „Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure“, *Journal of Financial Economics*, br. 3, 1976, 305-360.

⁸¹ Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1996, 35-39.

⁸² Niko ne može dva gospodara služiti: jer ili će jednoga mrzeti, a drugoga ljubiti; ili će se jednoga držati, a drugoga prezirati. Ne možete služiti Bogu i mamonu (Jevanđelje po Mateju, 6, 24).

⁸³ Mark J. Roe, „The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization“, *University of Pennsylvania Law Review*, br. 149, 2001, 2065.

Drugi razlog za dominaciju akcionarskih interesa je sledeći: stvaranje dobiti za akcionare automatski znači i bolji položaj ostalih nosilaca rizika poslovanja. Interesi različitih stejkholdera nisu uzajamno suprotstavljeni, već su velikim delom i komplementarni.⁸⁴ Uspešna kompanija, tj. kompanija koja posluje sa dobiti, neće biti dobra samo svojim akcionarima. Naprotiv, koristi će imati i njeni zaposleni, potrošači, poverioci, lokalna zajednica, a u krajnjoj liniji i društvo u celini. Iz navedenog se ne može izvesti zaključak da su ekonomski uspešne kompanije ujedno i socijalno odgovorne. Mnoga društva će želeći da deo troškova prebace na treća lica, naravno, u meri u kojoj im zakonodavstvo to dozvoljava. U tim situacijama se javlja potreba za zakonodavnom intervencijom, koja će korigovati eventualno negativne posledice fokusa na maksimiziranje akcionarske vrednosti.

U literaturi se često ističe argument da akcionarska teorija odgovara samo onim pravnim sistemima, poput SAD i Velike Britanije, u kojima dominira disperzovano akcionarstvo. Koncentrisano akcionarstvo, prema mišljenjima tih autora, podrazumeva primenu neke varijante stejkholderske teorije. Ovakva stanovišta nisu opravdana. Naime, akcionarska teorija je podjednako primenljiva na sva privredna društva, bez obzira da li su otvorena ili zatvorena, društva sa kontrolnim ili bez kontrolnog člana, i sl. Model akcionarske dominacije ne privileguje nikakvu posebnu strukturu vlasništva.⁸⁵ Naprotiv, ova teorija može biti podjednako efikasna i ako se primeni na društva koja karakteriše koncentrovano vlasništvo.

Kao što je već rečeno, akcionarska teorija zagovara dominaciju interesa akcionara. Rad u interesu akcionara ne daje odgovor na sledeće pitanje: koji akcionari se imaju u vidu, tj. koji akcionari personifikuju interes društva? Pristalice akcionarske teorije naglašavaju rad u interesu svih akcionara, a to uključuje i manjinske (nekontrolne) akcionare.⁸⁶ Na ovaj način se vidi da teorije koje daju prioritet akcionarima mogu služiti za umanjivanje ili razrešenje kako prvog, tako i drugog agencijskog problema. U sistemima koncentrisanog akcionarstva, u kojima dominira drugi agencijski problem, agencijska teorija nudi širok dijapazon vidova zaštite manjinskih članova.⁸⁷

U ekonomskoj literaturi se u korist akcionarske teorije posebno ističe argument akcionara kao rezidualnih vlasnika privrednog društva. Drugi nosioci rizika

⁸⁴ F. H. Easterbrook, D. R. Fischel, op. cit., 38.

⁸⁵ H. Hansmann, R. H. Kraakman, op. cit., 11.

⁸⁶ H. Hansmann, R. H. Kraakman, op. cit., 10.

⁸⁷ Više, Vuk Radović, „Uticaj agencijskih problema na pravo akcionarskih društava i korporativno upravljanje“, *Korporativno upravljanje – zbornik radova* (ur. Mirko Vasiljević, Vuk Radović), Beograd, 2008, 241-251; Mirko Vasiljević, „Korporativno upravljanje i agencijski problemi (I deo)“, *Analiz Pravnog fakulteta u Beogradu*, br. 1, Beograd, 2009, 16-23.

poslovanja privrednog društva zaključuju ugovore sa društvom, kojima štite svoje interese (na primer, fiksnim iznosima na koje imaju pravo)⁸⁸ ili su zaštićeni javno-pravnim propisima.⁸⁹ Suprotno njima, akcionari su pravno nezaštićeni, jer njima pripada onaj deo imovine društva koji preostane nakon što se namire svi poverio-ci. Rezidualni karakter imovinskih prava akcionara opravdava ciljnu orijentisanost privrednog društva u pravcu zaštite njihovih interesa.⁹⁰

Akcionarske teorije imaju jednu značajnu komparativnu prednost – jednostavnost primene. Ako se kaže da direktori treba da postupaju u cilju uvećanja vrednosti za akcionare, postoje jasni i pouzdani kriterijumi kojima se utvrđuje ispunjenost ovog cilja (pre svega, dobit društva i tržišna cena akcija). Suprotne teorije se nalaze pred nepromostivim problemom kako da mere učinak rada u interesu različitih nosilaca rizika poslovanja društva.

Multiinteresne (stejkholderske) teorije

Stejkholderske teorije obuhvataju raznovrsne teorije koje naglašavaju da su akcionarska društva mnogo više od pukog sredstva za ostvarivanje interesa akcionara. Akcionari su samo jedan nosilac interesa poslovanja društva. Uspeh privrednog društva podjednako zavisi i od brojnih drugih grupa lica, čije interese akcionarske teorije u potpunosti zanemaruju. Zbog toga multiinteresne teorije društvo vide kao skup brojnih interesa, što znači da interes društva predstavljaju svi ti interesi u svojoj celovitosti.

Stejkholderske teorije su postale naročito popularne u poslednjih nekoliko decenija. Ne može se reći da postoji neka osnovna stejkholderska teorija, već taj pojam obuhvata brojne teorije koje naglašavaju da su akcionari samo jedna od involviranih grupa koje imaju interes u poslovanju društva. Umesto da društvo teži stvaranju vrednosti samo za akcionare, ove teorije akcionarsko društvo vide kao sredstvo za kreaciju vrednosti za sve nosioce rizika poslovanja.⁹¹ Prilikom donošenja odluka, direktori treba da balansiraju interese svih ili makar samo osnovnih nosilaca rizika poslovanja društva.⁹²

Pristalice multiinteresnih teorija ne prihvataju agencijski model akcionarskog društva. Naime, smatra se da je pogrešna pretpostavka prema kojoj su

⁸⁸ F. H. Easterbrook, D. R. Fischel, op. cit., 36.

⁸⁹ B. Mihajlović, op.cit., 147.

⁹⁰ V. Goran Koevski, *Komparativno korporativno upravuvanje*, Skopje, 2005, 45.

⁹¹ A. R. Keay (2010), op. cit., 6.

⁹² A. R. Keay (2010), op. cit., 7.

akcionari principalni, a direktori njihovi agenti.⁹³ Činjenica je da skupština akcionarskog društva, koju čine akcionari, bira i razrešava članove odbora direktora u jednodomnom, odnosno članove nadzornog odbora u dvodomnom sistemu. Međutim, pravno posmatrano, članovi uprave nisu zastupnici lica koja su ih imenovala, već su zastupnici privrednog društva. Kada skupština imenuje članove uprave, ona istupa kao organ društva, te je odluka o imenovanju – odluka društva. Prema tome, niti se akcionari mogu posmatrati kao principalni, niti se članovi uprave mogu tretirati njihovim agentima. Društvo, preko skupštine, imenuje svoje zastupnike, iz čega se izvlači zaključak prema kome direktori treba da postupaju u interesu društva, kao svog principala. Kako se interes društva ne može izjednačiti sa interesom akcionara, jasno je da ova teorija omogućava uzimanje u obzir brojnih drugih interesa.

Na argument da su akcionari rezidualni vlasnici privrednog društva, pristalice multiinteresnih teorija takođe imaju spreman odgovor.⁹⁴ Naime, svoditi prava akcionara samo na pravo na likvidacioni, odnosno stečajni višak ne bi bilo ispravno. Akcionari imaju čitav niz prava, od kojih se posebno izdvajaju pravo na imenovanje i razrešenje članova uprave, pravo da odlučuju o raspodeli dobiti koju društvo ostvari i pravo da menjaju postojeći i usvajaju novi statut akcionarskog društva.⁹⁵ Prema tome, teza o nezaštićenosti akcionara, spram drugih nosilaca rizika poslovanja društva, pravno posmatrano nije ispravna.

CILJ PRIVREDNOG DRUŠTVA U SRPSKOM PRAVU

Tri poslednja srpska kompanijska propisa su privredna društva definisala na manje-više istovetan način. U tim definicijama se naglašava da je privredno društvo pravno lice koje obavlja jednu ili više delatnosti u cilju sticanja dobiti.⁹⁶ Zbog naglašavanja lukrativnog karaktera privrednih društava, na prvi pogled se zaključuje da srpski propisi favorizuju interes članova, odnosno akcionara. Dobit je najznačajniji ekonomski pokazatelj stvaranja vrednosti za članove privrednog društva. Ako je smisao privrednog društva u tome da stiče dobit, a zna se da dobit pripada članovima,

⁹³ Više, L. Stout (2012), op. cit., 42-46.

⁹⁴ Više, Lynn A. Stout, „Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy“, *Southern California Law Review*, br. 75, 2002, 1192-1195; L. Stout (2012), op. cit., 38-41.

⁹⁵ Više, Paul Davies, *Introduction to Company Law*, 2nd edition, Oxford, 2010, 14-19.

⁹⁶ Zakon o preduzećima, *Službeni list SRJ*, br. 29/96, 33/96 – ispr., 29/97, 59/98, 74/99, 9/2001 – odluka SUS i 36/2002, čl. 1, st. 1; Zakon o privrednim društvima, *Službeni glasnik RS*, br. 125/2004, čl. 2, st. 1; Zakon o privrednim društvima – ZOPD 2011, *Službeni glasnik RS*, br. 36/2011, 99/2011, 83/2014, 5/2015, 44/2018, 95/2018 i 91/2019, čl. 2.

jer oni odlučuju o njenoj raspodeli, nije nelogično poći od teze da srpsko pravo prihvata akcionarsku teoriju. Da li je ovakav rezon ispravan?

Privredna društva se svrstavaju u tzv. dobitna pravna lica. Smisao lukrativnog karaktera privrednog društva je u sledećem: ako društvo tokom poslovne godine ostvari višak prihoda nad rashodima, taj višak predstavlja dobit društva. O raspodeli dobiti odlučuju članovi društva. Oni imaju slobodu da odluče da dobit dele ili da je ne dele. Ako se članovi odluče za raspodelu ostvarene dobiti, postoji značajan stepen slobode oko modaliteta raspodele. Veća kompanijskoppravna ograničenja postoje samo u vezi sa načinom raspodele dobiti među akcionarima akcionarskog društva. Naime, prilikom raspodele dobiti uvek se mora poštovati imperativno načelo jednakog tretmana akcionara, kao i posebna prava imalaca privilegovanih akcija, pod uslovom da je društvo emitovalo ovu vrstu akcija i dalo ova posebna imovinska prava njihovim imaocima. Dobit nije imanentna karakteristika privrednog društva, jer društvo ne gubi to svojstvo ako posluje sa gubicima. Pravno posmatrano su privredno društvo koje ostvaruje dobit i društvo gubitaš podjednako privredna društva.

Praktično posmatrano, određenje cilja privrednog društva je značajno iz ugla dužnosti članova uprave i drugih lica koja terete kompanijske dužnosti.⁹⁷ Prema osnovnoj normi koja uređuje dužnost pažnje, članovi uprave, zastupnici, prokuristi i likvidacioni upravnici su dužni da izvršavaju svoje poslove savesno, sa pažnjom dobrog privrednika i u razumnom uverenju da deluju u najboljem interesu društva.⁹⁸ Štaviše, „interes društva“ kao pravni standard zakon koristi i na drugim mestima.⁹⁹ Otuda se kao osnovno postavlja pitanje značenja i obuhvata pojma „interes društva“. Srpska teorija interes privrednog društva ne izjednačava sa interesima akcionara. Štaviše, smatra se da interes društva ne predstavlja ni prost zbir pojedinačnih interesa nosilaca rizika njegovog poslovanja, već da je reč o odvojenom, zasebnom, *sui generis* interesu.¹⁰⁰

„Interes društva“ jasno ukazuje na to da privredna društva imaju pravni subjektivitet, odvojen od članova i drugih nosilaca rizika poslovanja. Iz pravne zasebnosti

⁹⁷ B. Mihajlović, op. cit., 141.

⁹⁸ ZOPD, čl. 63, st. 1.

⁹⁹ V. ZOPD, čl. 73, st. 1, tač. 2, čl. 243, st. 1, tač. 1, čl. 342, st. 5, čl. 469, st. 1, tač. 2. Treba pomenuti da na jednom mestu zakon govori o interesu akcionara (vid. ZOPD, čl. 469, st. 1, tač. 1). Ova odredba nije usaglašena sa ostatkom zakona. Za njenu kritiku više v.: Vuk Radović, „Nevoljni prestanak privrednog društva zbog blokade i ugnjetavanja manjine“, *Revija Kopaoničke škole prirodnog prava*, br. 1, Beograd, 2020, 110-111.

¹⁰⁰ Mirko S. Vasiljević, *Korporativno upravljanje – Izabrane teme*, Udruženje pravnika u privredi Srbije, Beograd, 2013, 59. V. i Mirko Vasiljević, „Kompanijsko pravo dvadeset i prvog veka“, *Revija Kopaoničke škole prirodnog prava*, br. 1, Beograd, 2021, 65.

i samostalnosti proizlazi i odvojenost interesa privrednog društva. Premda ovakva interpretacija zvuči teorijski prihvatljiva, opravdano je zapitati se da li smo konceptom „interesa društva“ nešto dobili. Nesporno je da „interes društva“ daje veliku diskreciju članovima uprave, jer je nedovoljno jasno šta taj interes obuhvata, koje su mu granice i može li se u određenim situacijama poistovetiti sa interesima nekih drugih stejkholdera.¹⁰¹ Ono što sa sigurnošću možemo da kažemo je da interes društva omogućava primenu multiinteresnog pristupa u srpskom pravu, što je u skladu sa modernim uporednim tendencijama u ovoj oblasti.¹⁰² „Tamna strana“ ovakvog koncepta se manifestuje u otežanim uslovima za ustanovljavanje odgovornosti članova uprave, zbog većeg manevarskog prostora koji imaju prilikom donošenja odluka. Uprava može svaku svoju odluku da obrazloži zaštitom interesa nekog ili nekolicine nosilaca interesa, tako što će te interese da predstavi kao interese društva. Interesi društva tako mogu postati paravan za ostvarivanje ličnih interesa članova uprave.

Da bi se sprečila ovakva praksa i moguća pravna nesigurnost, potrebno je precizirati obuhvat pojma „interes društva“. Kodeks korporativnog upravljanja Privredne komore Srbije iz 2012. godine (dalje: Kodeks) određuje da korporativno upravljanje ima za cilj da „obezbedi dugoročni i održivi razvoj, uzimajući u obzir i interese vlasnika i interese drugih strana koje imaju legitimne interese u poslovanju društva“.¹⁰³ Odbor direktora, odnosno nadzorni odbor je kolektivno odgovoran za dugoročni uspeh društva i „treba da nastoji da društvo posluje ostvarujući dobit, poštujući pri tom interese članova, ulagača, zaposlenih, poverilaca, potrošača, drugih imalaca interesa za poslovanje društva i javne interese“.¹⁰⁴ Očigledno je da Kodeks unapređuje zakonsko rešenje, jer naglašava rad u dugoročnom interesu društva, uz izričito apostrofiranje održivog razvoja društva. Pokušavajući da usaglasi zakonska rešenja, Kodeks povezuje poslovanje u cilju sticanja dobiti i rad u interesu različitih stejkholdera.

¹⁰¹ Osnovni problem „posebnog interesa kompanije“ sastoji se u tome što nije dovoljno određen, s obzirom na to da predstavlja sintezu interesa različitih konstituenata... što upravi daje mogućnost za arbitrnost i „neprincipijelne koalicije“ sa određenim interesima koji su u nekom trenutku „lobistički“ najjači. Ovim se, smatra se, otvara prostor i za arbitrnost i nepredvidivost sudske prakse i prakse dobrog upravljanja društvom. M. S. Vasiljević (2013), op. cit., 59.

¹⁰² O potrebi direktora da balansiraju interese unutar društva sa interesima van društva v. Jelena Lepetić, *Kompanijskoppravni režim sukoba interesa – Dužnost lojalnosti*, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 2015, 124.

¹⁰³ Kodeks korporativnog upravljanja, *Službeni glasnik RS*, br. 99/2012 (dalje: Kodeks PKS), Uvod – Svrha Kodeksa.

¹⁰⁴ Kodeks PKS, Princip 5 i Preporuka 5) u okviru Principa 5.

Kako sve navedene norme povezati u jednu celinu, ali tako da ta celina ima smisla i da se može praktično primeniti? Sumirajući zakonska pravila i rešenja Kodeksa, može se reći da je uprava dužna da postupa u dugoročnom interesu društva u cilju sticanja dobiti. Ako se sticanje dobiti shvati kao drugi naziv za interes članova, odnosno akcionara, može se reći da srpsko pravo promoviše princip rada u dugoročnom interesu društva i njegovih članova, odnosno akcionara. Rad u interesu društva i njegovih članova je poznata matrica koja se često koristi i u praksi i u teoriji. Šta ona označava i kako je razumeti? U svakom slučaju, članovi uprave uvek treba da imaju u vidu dugoročne interese društva kao cilj kome teže. Drugim rečima, odluke ne treba da budu motivisane samo ostvarivanjem kratkoročnih efekata. Ovo je veoma značajno, jer je praksa pokazala da su najnepovoljnije odluke za društvo, bile uprave one odluke čiji je motiv bio pokazivanje što boljeg finansijskog rezultata u bilansima za tekuću poslovnu godinu. Jedino je bilo važno da se po svaku cenu iskaže dobit društva, bez obzira na to što će te iste odluke narednih godina da postanu uzročnici finansijske propasti društva.

Prilikom donošenja odluka koje su u dugoročnom interesu društva, potrebno je uzimati u obzir interese svih nosilaca rizika poslovanja privrednog društva. Nosioци interesa su sva fizička ili pravna lica, grupe lica ili organizacije, koje utiču ili mogu uticati na aktivnosti društva ili koje mogu biti pogođene aktivnostima društva (na primer, članovi, banke i drugi finansijeri, dobavljači i drugi poslovni partneri, potrošači, tj. klijenti, poverioci, zaposleni, savetnici, lokalna zajednica, država, itd).¹⁰⁵ Među svim tim interesima ne može da se posebno ne istakne interes članova, odnosno akcionara. Reč je o licima koja su unošenjem uloga u društvo omogućili nastanak privrednog društva, kao i ostvarivanje njegovih ciljeva. Ta ista lica mogu odlučiti i da društvo prestane. Ne treba izgubiti iz vida činjenicu da članovi, odnosno akcionara biraju, ali i razrešavaju članove uprave. Kompanijsko pravo ističe da bez obzira na imenovanje i razrešenje, organi uprave su odvojeni i potpuno samostalni organi privrednog društva, hijerarhijski nepotčinjeni skupštini. Ovakav pristup je ispravan. Ali, kada se sa teorijske, pređe na praktičnu ravan, situacija postaje malo složenija. Naime, ne može se očekivati od članova uprave da dominantno ne vode računa o interesima lica koja su ih imenovala na tu poziciju. Reći suprotno, ne bi odgovaralo stvarnosti. U srpskom pravu je ova konstatacija pojačana činjenicom da se prihvata koncept razrešenja članova uprave bez potrebe dokazivanja opravdanog razloga.¹⁰⁶

¹⁰⁵ Kodeks PKS, rečnik pojmova.

¹⁰⁶ Više, Vuk Radović u, Nebojša Jovanović, Vuk Radović, Mirjana Radović, *Kompanijsko pravo – pravo privrednih subjekata*, 2. izdanje, Univerzitet u Beogradu – Pravni fakultet, Beograd, 2021, 573-575.

Stavljanje interesa članova, odnosno akcionara u istu ravan sa drugim interesima ne bi u praktičnim efektima dalo zadovoljavajuće rezultate. Već je rečeno da bi ovakav pristup vodio pravnoj nesigurnosti, potencijalnoj neodgovornosti članova uprave i davao široke mogućnosti upravi da odluke donosi u svom interesu. Zbog toga bi bilo najlogičnije da se prilikom utvrđivanja šta je interes društva pođe od interesa članova, odnosno akcionara. U najvećem broju slučajeva će se ovi interesi poklapati, jer veća dobit i skok tržišne vrednosti akcija, odnosno udela predstavljaju jasne finansijske pokazatelje da društvo dobro posluje.

Veliki korporativni skandali poslednjih nekoliko decenija su pokazali i drugu stranu medalje akcentovanja samo interesa članova, odnosno akcionara. Slepno rukovođenje akcionarskim interesima je dovelo mnoge velike korporacije do finansijske propasti. To je za posledicu imalo preispitivanje osnovnih ciljeva jednog privrednog društva. Počela je sve više da se javlja potreba za većim ili manjim korekcijama isključivo akcionarske orijentacije. Danas dominira shvatanje, prema kome se prilikom donošenja odluka moraju uvažavati interesi drugih nosilaca rizika poslovanja privrednog društva. Stepenu uvažavanja tih interesa je još uvek enigmatičan. Ako se pođe od članskih (akcionarskih) interesa kao osnovnih, izraženih u lukrativnoj funkciji privrednog društva, onda se interesi drugih nosilaca rizika moraju shvatiti kao korektivni. Prilikom donošenja svake odluke i utvrđivanja šta je interes društva, mora se voditi računa o svim tim drugim interesima. U slučaju sukoba interesa različitih stejkholdera, prioritet moraju imati interesi akcionara. Međutim, ako je konkretna odluka u interesu akcionara, a nije u interesu nekog drugog stejkholdera, onda treba postupiti na sledeći način: prvo treba utvrditi da li odluka nije u interesu samo jednog, nekolicine ili svih drugih (neakcionarskih) nosilaca rizika, a nakon toga ustanoviti šta je interes društva. Interesi drugih nosilaca mogu da preovladaju samo onda kada bi se poklopili sa dugoročnim interesima društva. Po pravilu će biti potrebno da nekoliko nosilaca rizika ima interes koji ne korespondira interesu članova, da bi se on mogao tretirati interesom društva. Prema tome, polazi se od pretpostavke da su interesi akcionara ujedno i interesi društva, a u slučaju da to nije tako, postoji dužnost da se uzmu u obzir i interesi drugih nosilaca rizika, kako bi se utvrdili dugoročni interesi društva.

Retko kada se polemiše o cilju zatvorenih društava, poput društava lica ili društva sa ograničenom odgovornošću. Pretpostavka je da se kod tih društava primenjuje teorija dominacije interesa članova. Sva uporedna literatura koja se bavi određenjem cilja privrednog društva, i koja je citirana u ovom radu, fokusira se isključivo na javna akcionarska društva. Razlog je veoma jednostavan: kod zatvorenih društava ne dolazi do razdvajanja upravljanja i poslovođenja, već ista lica

obavljaju sve te funkcije. Uostalom, država je posebno zainteresovana za rad javnih akcionarskih društava. To su društva čiji se finansijski krah može negativno odraziti na ekonomiju jedne države. Zbog toga postoji interes države u celini da ova društva nemaju za cilj isključivo ostvarivanje dobiti po svaku cenu, već da je potrebno ova društva na neki način primorati da vode računa i o interesima drugih nosilaca rizika poslovanja.

Može li privredno društvo da ima i neki drugi cilj, različit od cilja koji je predviđen zakonom? Raniji srpski propisi su izričito dozvoljavali ovakvu mogućnost, jer je postizanje svrhe privrednog društva bio jedan od razloga za pokretanje postupka likvidacije. Međutim, vremenom su ove norme iščezle iz našeg pravnog sistema. Da li to znači da srpsko pravo više ne dozvoljava privrednim društvima da internim aktima odrede svoj cilj? Nesporno ograničenje predstavljaju imperativne zakonske norme, koje obavezuju članove uprave da postupaju u najboljem interesu društva, kao i da je cilj društva sticanje dobiti. Čini se da nema opravdanih razloga da se privrednim društvima zabrani da određuju svoje osobene ciljeve. Nekada ti ciljevi neće imati veliki praktičan značaj, jer će biti formulisani tako da više ukazuju na misiju (viziju) društva, a ne na konkretizovanu svrhu kojoj društvo treba da teži. Tako je, primera radi, moto društva Gugl: „organizovati informacije za ceo svet i učiniti ih dostupnih i korisnim“, Amazona: „mi težimo da postanemo kompanija koja je najviše orijentisana ka kupcu“, Koka Kole: „da osvežimo svet i naravimo razliku“, i sl.¹⁰⁷ Međutim, u brojnim drugim situacijama, cilj određen internim aktima može imati rukovodeći ulogu. Posmatrano iz ugla interesa akcionara, odnosno članova, statutarni ciljevi mogu ili naglašavati ili umanjivati značaj interesa akcionara. Suštinski, privredno društvo na taj način precizira značenje pojma „interes društva“. Ako je već zakonodavac promovisao kao princip rad u interesu društva, nema razloga ne dozvoliti društvima da definišu sopstvene interese. Na taj način se upravi daju jasniji i precizniji putokazi prilikom donošenja odluka. Društvo može da interes društva izjednači sa interesima akcionara, odnosno članova, ali isto tako ono može i da promoviše neke druge neakcionarske interese (na primer, zaštitu životne sredine, razvoj kulture, unapređenje položaja zaposlenih, zaštitu potrošača, itd).

REŠENJE SUKOBA I AKTUELNA PANDEMIJA

Očigledno je da se poslednjih 20 godina stakeholderske teorije nalaze u zaletu. Pored zemalja kontinentalne Evrope i istočne Azije (posebno, Nemačke i Japana), koje tradicionalno naginju multiinteresnom pristupu, u novije vreme se

¹⁰⁷ H. Fleischer (2021), op. cit., 178.

dešavaju i značajne promene u teoriji i praksi država koje su do sada bile najveći zagovornici akcionarske teorije. Tu se, pre svega, misli na zemlje anglosaksonske pravne tradicije, poput SAD, Velike Britanije, ali i Kanade, Australije i Novog Zelanda.

Posebno će biti interesantno da se utvrdi u kojoj meri aktuelna pandemija virusa COVID-19 utiče ili može uticati na promenu cilja privrednog društva. Drugim rečima, da li će po okončanju pandemije sve da se vrati na stanje koje je postojalo pre njenog početka ili će ona uzrokovati trajne promene u upravljanju privrednim društvima?¹⁰⁸ Na samom početku pandemije uočljivo je bilo da su privredna društva pokazala značajan stepen društvene odgovornosti. Akcenat je u praksi počeo sve više da se stavlja na neke socijalne probleme, poput nejednakosti, siromaštva i različitosti.¹⁰⁹ Privredna društva su u prvom periodu od proglašenja pandemije pokazala spremnost da u značajnoj meri uvažavaju interese drugih nosilaca rizika poslovanja, i to tako što nisu otpuštali zaposlene, ustupali su svoje prostorije za potrebe proizvodnje medicinske opreme i lekova ili lečenje obolelih, nudili su svoju robu i usluge potrošačima po povoljnijim uslovima, vršili su druge opštekorisne aktivnosti, i sl. Očigledno je multiinteresni pristup postao dominantniji nego što je bio pre pandemije.

Ubrzo je kao posledica pandemije nastupila ekonomska kriza. Kako je vreme prolazilo, postalo je jasno da privredna društva ne mogu da nastave sa obavljanjem svih tih socijalno korisnih aktivnosti *ad infinitum*. Mnoga privredna društva su se našla na ivici opstanka. Zbog toga su ona morala da potpuno promene fokus svog delovanja. Umesto da i dalje vode računa o interesima različitih nosilaca rizika, počeo je da se stavlja akcenat na stvaranje dobiti, kao osnovni cilj privrednog društva. Tako su društva sve više zanemarivala multiinteresni pristup, naglašavajući akcionarske (članske) interese. Tako je nastavak pandemije naterao članove uprave da odluke donose u kratkoročnom interesu. Privredna društva su počela da zatvaraju neprofitabilne pogone, otpuštaju viškove zaposlenih, brzo su rešavali pitanja sopstvene nelikvidnosti i smanjenih prihoda, a u određenim slučajevima pokretali postupke stečaja i likvidacije.¹¹⁰ Prema tome, društva su delimično i bila primorana da svoje aktivnosti ograniče na sopstveno preživljavanje, što je dovelo do nemogućnosti alociranja sredstava u socijalne i druge opštekorisne svrhe.¹¹¹

¹⁰⁸ Debbie McCormack, Robert Lamm, *Governing Through the Pandemic*, <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/06/24/governing-through-the-pandemic/>, 2.9.2021.

¹⁰⁹ G. Ferrarini (2020), op. cit., 14.

¹¹⁰ G. Ferrarini (2020), op. cit., 14.

¹¹¹ D. McCormack, R. Lamm, op. cit.

U ovom trenutku je teško prognozirati kakav će biti krajnji uticaj pandemije na ciljeve privrednog društva, tj. da li će pandemija uopšte imati uticaja na promenu svrhe privrednih društava. U srpskoj praksi je uočeno da su se društva u prvom talasu pandemije socijalno odgovorno ponašala. Primera radi, nije bilo neuobičajeno da društva izvrše izjednačavanje zarada svojim zaposlenima, kako bi omogućili onima koji su lošije plaćeni da lakše prebrode krizu. Međutim, kako je vreme prolazilo, poslovanje mnogih društava se vratilo u normalu, i ako su društva i dalje poslovala po „pandemijskim pravilima“, jer su im ona više odgovarala. Zapravo, mnoga privredna društva pokušavaju da iskoriste pandemiju kako bi članovi za sebe izvukli veću korist. Nadamo se da će ovakva i slična praksa ubrzo nestati, a da će članovi uprave u izboru između „lepo bi bilo“ i „ovo se mora“,¹¹² češće optirati za prvu soluciju. I pored regulative koja sve snažnije i jasnije ukazuje na potrebu uzimanja u obzir interesa svih nosilaca rizika poslovanja društva, praksa privrednih društava u Srbiji već godinama unazad pokazuje dominaciju članskih, odnosno akcionarskih interesa. Zbog toga, u godinama pred nama treba sve više raditi na promociji multiinteresnog pristupa, i to ne sa idejom zanemarivanja interesa članova, već sa željom da se prihvati realnost da društvo čine i drugi nosioci rizika, čiji se interesi moraju u određenoj meri uvažavati.

Prof. Dr. Vuk Radović
Full Professor, Faculty of Law
University of Belgrade

CORPORATE PURPOSE WITH A LOOK ON COVID-19 PANDEMIC

Summary

What is the purpose of companies? Is that purpose unique for all companies? Is a company allowed to formulate its own purpose and to make decisions in accordance with that purpose? Is this the area where the lawmaker should intervene, to what extent and in which manner? What role should or could a company have in determining its own purpose? These are some of the questions to which the author is trying to find the answers, taking into consideration a number of theoretical discussions, as well as comparative and domestic legislative movements. Dilemma between the shareholder theory and the stakeholders' theory represents one of the most controversial topics in modern company law. The COVID pandemic has additionally emphasized the basic problems of these theories. Bearing in mind that definite solutions in this area cannot be given, the author analyses relevant Serbian statutory provisions, in order to make certain suggestions for their adequate interpretation.

Key words: shareholder, stakeholder, corporation, COVID-19, Berle-Dodd debate, Friedman doctrine

¹¹² *Ibidem.*

Literatura

- Bainbridge S. M., „Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes“, *Pepperdine Law Review*, br. 19(3), 1992.
- Berle A. A., Jr., „Corporate Powers as Powers in Trust“, *Harvard Law Journal*, br. 44, 1931.
- Berle A. A., Jr., Means G., *The Modern Corporation and Private Property*, 1932.
- Berle A. A., Jr., *The 20th Century Capitalist Revolution*, New York, 1954.
- Cheffins B. R., *The Public Company Transformed*, Oxford University Press, New York, 2019.
- Cheffins B. R., „Stop Blaming Milton Friedman!“, March 11, 2020, European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 523/2020, <https://ssrn.com/abstract=3552950>.
- Chohan A., „Is Section 172 of the Companies Act 2006 Capable of Delivering for All Stakeholders?“ (August 31, 2012), <https://ssrn.com/abstract=2139528>.
- Conac P.-H., „The reform of articles 1833 on social interest and 1835 on the purpose of the company of the French Civil Code: recognition or revolution?“, *Festschrift für Karsten Schmidt zum 80. Geburtstag*, Band I, C.H.Beck, 2019.
- Davies P. L., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 8. ed., Sweet & Maxwell, London, 2008.
- Davies P., *Introduction to Company Law*, 2nd edition, Oxford, 2010.
- Dodd E. M., Jr., „For Whom are Corporate Managers Trustees?“, *Harvard Law Review*, br. 45, 1932.
- Easterbrook F. H., Fischel D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1996.
- Fleischer A. Jr., Sussman A. R., *Takeover Defense*, Aspen Law & Business, 2000.
- Fleischer H., „Unternehmensinteresse und intérêt social: Schlüsselfiguren aktienrechtlichen Denkens in Deutschland und Frankreich“, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, br. 5, 2018.
- Fleischer H., „Corporate Purpose: A Management Concept and its Implications for Company Law“, *European Company and Financial Law Review*, br. 2, 2021.
- Forsinger C. M., *Takeover Law in the EU and the USA – A Comparative Analysis*, Kluwer Law International, Hag, 2002.
- Ferrarini G., „Corporate Purpose and Sustainability“, December 7, 2020, European Corporate Governance Institute – Law Working Paper N° 559/2020, <https://ssrn.com/abstract=3753594>.
- Ferrarini G., Zhu S., „Is There a Role for Benefit Corporations in the New Sustainable Governance Framework?“ (May 30, 2021), European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 588/2021, <https://ssrn.com/abstract=3869696>.
- Friedman M., *Capitalism and Freedom*, 40. ed, 2002 (1962).

- Friedman M., „The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits“, *The New York Times Sunday Magazine*, 13.9.1970.
- Hansen C., „Other Constituency Statutes: A Search for Perspective“, *The Business Lawyer*, br. 46(4), 1991.
- Hansmann H., Kraakman R. H., „The End of History for Corporate Law“ (January 2000), dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=204528>.
- Hart O., Zingales L., „Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value“, *Journal of Law, Finance, and Accounting*, br. 2, 2017.
- Hazen T. L., *The Law of Securities Regulation*, WEST Group, St. Paul, Minn., 2002.
- Hazen T. L., Ratner D. L., *Securities Regulation – Cases and Materials*, Thomson West, St. Paul, Minn., 2003.
- Hill J. G., „Then and Now: Professor Berle and the Unpredictable Shareholder“, *Seattle University Law Review*, br. 33(4), 2010.
- Holmstrom B., Kaplan S. N., „The State of U.S. Corporate Governance: What’s Right and What’s Wrong?“, Finance Working Paper No. 23/2003, *ssrn.com*.
- Jensen M. C., Meckling W. H., „Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure“, *Journal of Financial Economics*, br. 3, 1976.
- Jovanović N., Radović V., Radović M., *Kompanijsko pravo – pravo privrednih subjekata*, 2. izdanje, Univerzitet u Beogradu – Pravni fakultet, Beograd, 2021.
- Keay A. R., „Moving Towards Stakeholderism? Constituency Statutes, Enlightened Shareholder Value and All That: Much Ado About Little?“ (January 4, 2010), dostupno na: <https://ssrn.com/abstract=1530990>.
- Kershaw D., Schuster E.-P., „The Purposive Transformation of Company Law“ (March 31, 2019), LSE Legal Studies Working Paper No. 4/2019, <https://ssrn.com/abstract=3363267>.
- Koevski G., *Komparativno korporativno upravljanje*, Skopje, 2005.
- Lepetić J., *Kompanijskopравни režim sukoba interesa – Dužnost lojalnosti*, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd, 2015.
- Lipton M., *Corporate Governance: The New Paradigm*, 2017, <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/11/corporate-governance-the-new-paradigm/>.
- Mayer C., *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good*, Oxford 2018.
- Mayer C., „The Governance of Corporate Purpose“ (May 12, 2021), European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 609/2021, <https://ssrn.com/abstract=3928613>.
- Mihajlović B., „Cilj poslovanja privrednog društva – samo sticanje dobiti ili još nešto?“, *Pravo i privreda*, br. 4-6, Beograd, 2017.
- Radović V., „Uticaj agencijskih problema na pravo akcionarskih društava i korporativno upravljanje“, *Korporativno upravljanje – zbornik radova* (ur. Mirko Vasiljević, Vuk Radović), Beograd, 2008.

- Radović V., „Nevoljni prestanak privrednog društva zbog blokade i ugnjetavanja manjine“, *Revija Kopaoničke škole prirodnog prava*, br. 1, Beograd, 2020.
- Rock E. B., „For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose“ (May 1, 2020), European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 515/2020, NYU School of Law, Public Law Research Paper No. 20-16, NYU Law and Economics Research Paper, <https://ssrn.com/abstract=3589951>.
- Roe M. J., „The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization“, *University of Pennsylvania Law Review*, br. 149, 2001.
- Romano R., „Metapolitics and Corporate Law Reform“, *Stanford Law Review*, br. 36, 1984.
- Romano R., „The Political Economy of Takeover Statutes“, *Virginia Law Review*, br. 73, 1987.
- Ruder D. S., „Public Obligations of Private Corporations“, *University of Pennsylvania Law Review*, br. 114, 1965.
- Stout L. A., „Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy“, *Southern California Law Review*, br. 75, 2002.
- Stout L., *The Shareholder Value Myth – How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, Berrett-Koehler Publishers, Inc., San Francisco, 2012.
- Thompson S. C. Jr., *Business Planning for Mergers and Acquisitions*, Carolina Academic Press, Durham, 2001.
- Vasiljević M., „Korporativno upravljanje i agencijski problemi (I deo)“, *Anali Pravnog fakulteta u Beogradu*, br. 1, Beograd, 2009.
- Vasiljević M. S., *Korporativno upravljanje – Izabrane teme*, Udruženje pravnika u privredi Srbije, Beograd, 2013.
- Vasiljević M., „Kompanijsko pravo dvadeset i prvog veka“, *Revija Kopaoničke škole prirodnog prava*, br. 1, Beograd, 2021.
- Weiner J. L., „The Berle-Dodd Dialogue on the Concept of the Corporation“, *Columbia Law Review*, br. 64, 1964.

Datumi prijema i prihvatanja rada

Primljen: 10.10.2021.

Prihvaćen: 25.10.2021.

ORIGINALAN NAUČNI RAD