

Драган РАДОЊИЋ\*

## НЕЗАВИСНИ ДИРЕКТОРИ И НОВА ПАРАДИГМА КОРПОРАТИВНОГ УПРАВЉАЊА

### 1. УСПОН НЕЗАВИСНИХ ДИРЕКТОРА

Један од најважнијих догађаја у развоју корпоративног управљања у посљедњих пола вијека јесте помјерање у саставу одбора директора од инсајдера до независних директора. Историја такође открива да се помјерање према независним директорима рефлектује не само у броју или проценту већ такође и у гаранцијама за стварну независност директора.<sup>1</sup> Данас, покрет за независне директоре, који је започео као подстицање „доброг управљања”, постао је у извјесном смислу обавезан елемент нове реформе компанијског права. За већа отворена акционарска друштва широм свијета данас је правило да у одбору директора буду и „спољни” директори који нијесу укључени у дневно вођење компанија већ се од њих генерално очекује да преузму централну улогу у контроли директора који руководе друштвом. „Независни директори” – то је данас широм свијета прихваћен одговор, али шта је питање на које је дат? Или, другим ријечима, који су главни фактори који промовишу независне директоре?

\* Академик Драган Радоњић, ЦАНУ

<sup>1</sup> J. N. Gordon, „The Rise of independent directors in the United States, 1950–2005: of shareholder value and stock market prices”, European Corporate Governance Institute (ECGI), Law Working Paper №.74/2006, 1472–1476, доступно на [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=928100](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=928100), (Март 2011). Аутор у овом чланку показује на основу података прикупљених из бројних различитих извора да се учешће независних директора у већим отвореним акционарским друштвима у САД-у помјерило од приближно 20% у 1950-им до приближно 75% до средине 2000-их.

Неки аутори вјерују, са извјесном сумњом, да глобални покрет за социјалну одговорност компанија игра главну улогу у мотивисању промјена у пракси и теорији корпоративног управљања.<sup>2</sup> Ипак, наводе се разлози који изгледају много убједљивије. Тако, други аутори указују да се у раздобљу послје Другог свјетског рата до данас улога одбора директора помјерила од „савјетодавног одбора” (*advising board*) према „контролном одбору” (*monitoring board*), и да је независност директора постала кључна и повезана са праћењем резултата директора како би они дјеловали у интересу акционара.<sup>3</sup> Тренд непријатељског преузимања компанија од 1980-их такође се сматра једним од катализатора овог процеса – у овом амбијенту, менаџери су се окренули „контролном одбору” и независним директорима као најбољој могућој заштити за очување њихове аутономије од притиска тржишта корпоративне контроле.<sup>4</sup> Као важан и кључни покретач промјена у саставу одбора директора истиче се и прелаз ка максимизацији акционарске добити као доминантном корпоративном циљу.

Такође је неспорно да су истакнуту улогу у текућим реформама и могућој конвергенцији корпоративног управљања имали и недавни финансијски колапси и скандали.<sup>5</sup> Број и размјере ових корпоративних скандала су застрашујући, и њихови ефекти су драматични – на повјерење у слободно тржиште капитала, као и на жи-

---

<sup>2</sup> C. A. Williams *et al.*, „An Emerging Third Way? The Erosion of the Anglo-American Shareholder Value Construct”, *Cornell International Law Journal*, Vol. 38 (2005) 493, 550–551.

<sup>3</sup> J. N. Gordon, 1514 -1520.

<sup>4</sup> *Ibid.*, 1522–1526. Аутор такође указује: „запажен је комплементарни тренд: менаџери који су се некада снажно супротстављали независности одбора као ограничењу њихове аутономије постали су поборници независног одбора као тампона од непријатељског преузимања и као замјене за већу интервенцију државе након корпоративних скандала”, 1472.

<sup>5</sup> Заслуга за ово примарно припада корпоративним скандалима у САД-у, међу којима се истиче колапс Enron. Corp. (2001), WorldCom Inc. (2002), али такође и Global Crossing Ltd (2002), Kmart Corp (2002), Adelphia Communications (2002) и други. У Европи као примјери корпоративних скандала истичу се: „Royal Ahold” (Netherlands), „Barings Bank” (U. K.), „Parmalat” (Italy), Elan (Ireland), EmTV (Germany), Vivendi (France), Swiss Life (Switzerland), Marconi (U. K.), Bipop (Italy), ABB (Sweden – U. K.), MobilCom and ComRoad (Germany), Cirio (Italy) и други.

воте многих људи. Серија корпоративних скандала као што су Enron и Parmalat,<sup>6</sup> и посљедични губитак повјерења од стране инвеститора на тржишту капитала, довеле су до драматичног опадања цијена акција и значајних финансијских губитака за милионе индивидуалних инвеститора. Недавни корпоративни скандали и пословни неуспјеси подстакли су живу дебату о томе како треба управљати отвореним акционарским друштвима. И јавност и експерти су идентификовали неуспјешно корпоративно управљање као главни узрок ових скандала.<sup>7</sup> Реформа корпоративног управљања постало је високорангирано политичко питање. Земље широм свијета одговориле су на ове дебакле доношењем нових закона и прописа са циљем побољшања праксе корпоративног управљања, а многе компаније, са своје стране, измијениле су њихове статуте и промијениле структуру одбора директора. Конгрес САД-а брзо је одговорио доношењем Sarbanes-Oxley Act-а 2002. године.<sup>8</sup> Узимајући ситуацију у САД-у као алармантну, земље Европске уније, имајући на уму своје недавне финансијске скандале, започеле су преиспитивање сопственог система корпоративног управљања у настојању да спријече сличне злоупотребе. У директној реакцији на Enron, Европска комисија је овластила the High Level Group of Company Law Experts (у даљем тексту: High Level Group) да изнесе визију приоритета у реформи компанијског права, укључујући пи-

<sup>6</sup> Неки аналитичари су отишли тако далеко да тврде да ће се Enron истицати као гранична тачка у хронологији регулација која ће означаваати: вријеме прије и послје Enrona. Лекције Enrona подстакле су Европу да дјелује промптно и да као кључ за реформу компанијског права и тржишта капитала истакне побољшање корпоративног управљања. See K. J. Hoyt, „Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance after Enron”, ECGI, Law Working Paper N°. 05/2002, updated January 2007, 446, 450, доступно на [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=356102](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=356102) (Мај 2011).

<sup>7</sup> Међутим, као што неки аутори указују, постоји мала сагласност о томе шта је пошло наопако и које промјене треба учинити, или суштински, „нема консензуса о томе да ли је постојећи режим корпоративног управљања мањкав или је само слабо имплементиран.” See J. Armour, Wolf-Georg Ringe: „European Company Law 1999–2010: Renaissance an Crisis”, ECGI, Law Working Paper N°. 175/2011, доступно на [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1691688](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1691688), 38 (Јул 2011).

<sup>8</sup> Sarbanes-Oxley Act of 2002, H. R. 3763, 107<sup>th</sup> Cong. (2002).

тања која се односе на најбољу праксу корпоративног управљања, финансијске ревизије, и посебно питања која се тичу улоге неизвршних директора и надзорних одбора. The High Level Group је презентovala свој извјештај 04. новембра 2002. године,<sup>9</sup> и Европска комисија је у свом Акционом плану од 21. маја 2003. године прихватила многе од њених препорука.

Главни институционални фелер који је произвео скандал „Enron” за његове сљедбенике манифестовао се као неуспјех субјеката који врше надзор, нарочито екстерних ревизора, а не као недовољна независност директора. Штавише, оно „што је запањујуће није само неуспјех механизма ревизије, већ да су сви контролни механизми заказали.”<sup>10</sup> У овом окружењу недавни корпоративни скандали демонстрирали су слабости у систему управљања у оквиру одбора директора и указали на пут према новој улози независних директора и стандардима њихове независности. Послије дебакла Enronа борба за ефикасну унутрашњу контролу менаџмента постала је главно средиште дебате о корпоративном управљању, регулаторних иницијатива и иновација у многим земљама.<sup>11</sup> Као посљедица

<sup>9</sup> Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (4. нов. 2002. године) – доступно на [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf) (Мај 2011). Report of High Level Group покрива већину тема корпоративног управљања и, одражавајући чињеницу да је компанијско право и пракса корпоративног управљања у великој мјери различита од једне до друге државе-чланице, захтијева значајну легислативну акцију од Европске комисије, која би се одвијала у форми препорука (*recommandations* – необавезујућа акта која су *soft law* чије се дејство ослања на морално увјерење и већином варира од случаја до случаја) и директива (*directives* – обавезујућа акта која су *hard law*).

<sup>10</sup> K. J. Hopt, P. C. Leyens: „Board Models in Europe – Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy”, ECGI, Law Working Paper №. 18/2004, January 2004, 3, доступно на [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=487944](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=487944) (Март 2011).

<sup>11</sup> У посљедњој декади престижне групе и организације унутар појединих земаља произвеле су и препоручиле преко 30 кодекса добре праксе корпоративног управљања. За свеобухватнији преглед ових кодекса и извјештаја види: Weil, Gotshal & Manges LLP, on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General, *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States* (January 2002), 14–16, доступно на [http://ec.europa.eu/internal\\_market/](http://ec.europa.eu/internal_market/)

ове дебате, структура одбора директора постала је једно од питања за реформу корпоративног управљања.

## 2. НОВА УЛОГА НЕЗАВИСНИХ ДИРЕКТОРА

Корпоративни скандали покренули су широку дебату о узроцима који су довели до колапса Enrona, Parmalata и других корпорација. Реформе које су уследилије Enrona положили су темеље за ревидирани модел корпоративног управљања. Овај модел се испољава на више различитих нивоа. Он намеће нове дужности, нове одговорности, и нову регулаторну структуру која се односи на лица која врше надзор, посебно рачуновође и ревизоре, али такође и на адвокате, као и на аналитичаре тржишта хартија од вриједности. Ипак, преовлађујуће мишљење да је неадекватност одбора директора била главни фактор корпоративних колапса,<sup>12</sup> ставило је овај одбор поново у фокус регулаторних иницијатива. Оваква перцепција одбора покренула је реформе у два правца: у промјени његове улоге и његове структуре. Тако је у овом времену глобализације, као водеће питање компанијског права поново искрсло питање да ли систем корпоративног управљања са једним (*one-tier board system*) или са два одбора (*two-tier board system*), или компоненте истих, посједује релативну конкурентску предност, док су научници постали опсједнути појмом „глобалне” конвергенције у корпоративном управљању.<sup>13</sup> Кумулативни ефекат ових притисака до-

---

*company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1\_en.pdf* (Мај 2011). Све ове иницијативе имају за циљ да установе принципе, стандарде и смјернице за најбољу праксу корпоративног управљања. Они посебно наглашавају важност транспарентности, одговорности, унутрашње контроле, накнада за чланове одбора директора, присуство независних и неизвршних директора и међузависности остварених накнада и актуелних перформанси компаније. Ове предлоге и препоруке такође садржи и the Report of High Level Group.

<sup>12</sup> G. Ferrarini, *et al.*, *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford University Press, 2004, 228, 232.

<sup>13</sup> D. M. Branson, „The Very Uncertain Prospect of ‘Global’ Convergence in Corporate Governance”, (2001) Vol. 34 *Cornell International Law Journal*, 321–323. Ипак, овај аутор сматра да ће конвергенција корпоративног управљања вјероватније бити регионална него „глобална”, и да се може десити у посебним областима, као што је финансијско рачуноводство и стандарди обавјештавања (362). У току посљедње деценије, различите академске дисциплине, укључујући право, финансије и социологију, посветиле су значајну

вео је до значајне реконцептуализације улоге и структуре одбора. Прво, модел „савјетујућег одбора” (*advising board*) замијењен је са „контролним одбором” (*monitoring board*), а овај нови модел убрзо је постао конвенционална мудрост.

Помјерање према новој парадигми корпоративног управљања резултирало је додјељивањем нове улогу одбору: мониторинга финансијске контроле и транспарентности. Недавни корпоративни скандали су показали да цијене акција на тржишту капитала није-су спонтано креиране – напротив, оне су биле предмет манипулације и утицаја менаџера, и да је приступ који инкорпорише цијену акција у менаџерске накнаде и отпремнине био снажан подстицај за такво понашање.<sup>14</sup> Ово је поставило нове и веће захтјеве у погледу капацитета одбора да врши функцију мониторинга, и ефекат реформи у погледу ове улоге одбора учинио је улогу независних директора важнијом него икад. Дјелујући у овом правцу, и државна и аутономна регулатива берзи прописале су ригорозније стандарде за независност директора. Одборима, нарочито комитету за ревизију, дата су посебна овлашћења да врше контролу односа између компанија и лица која врше послове ревизије, и тако да остварују надзор над интерном финансијском контролом и транспарентношћу финансијског пословања. Као резултат овог приступа независни директори би имали посебну улогу мониторинга, која би се могла назвати „контролни мониторинг” (*controls monitoring*)<sup>15</sup> и уз то „мониторинг перформанси” (*performance monitoring*).<sup>15</sup>

Друго кључно питање реформе тиче се састава одбора. Ово питање није чисто техничке природе, већ је суштински повезано са уређивањем односа у управљању у свакој компанији. У компани-

---

пажњу потенцијалној конвергенцији ова два система корпоративног управљања. Амерички професори права који проучавају конвергенцију примарно су испитивали да ли се европске компаније помјерају ка англо-америчком моделу – или из разлога прекограничних спајања и аквизиција које резултирају из америчког институционалног инвестирања капитала у иностранство или као посљедица глобалне конкуренције, од којих фаворизију стављање фокуса на добит акционара. Супротна мишљења сугеришу да системи корпоративног управљања неће конвергирати у било којем већем обиму због различитог политичког, културног и историјског контекста.

<sup>14</sup> J. N. Gordon, 1540.

<sup>15</sup> *Ibid.*, 1539 -1540.

јама са дисперзованим власништвом, акционари обично нијесу у могућности да помно надгледају менаџмент, његове стратегије и перформансе због недостатка информација и ресурса. Улога неизвршних директора у структури једнодомног одбора (*one-tier board structures*) и надзорних директора у дводомној структури одбора (*two-tier board structures*), требало би да испуни ову празнину између неинформисаних акционара као принципала и у потпуности информисаних менаџера као њихових агената кроз потпунији мониторинг ових агената.<sup>16</sup> Чак и у контролисаним компанијама, постоји потреба за мониторингом од стране неизвршних или надзорних директора у корист мањинских акционара, с обзиром на то да положај контролног акционара ствара потенцијални конфликт интереса са мањинским акционарима којима недостаје информација и ресурса да врше надзор менаџмента и контролног/их акционара.<sup>17</sup> У отвореним друштвима са контролним акционаром, спољни директори могу такође играти увјерљиву и продуктивну улогу у корпоративном управљању дјелујући као један вид контроле доминантног акционара. Најновије анализе такође указују да је композиција одбора кључна детерминантна корпоративне вриједности (*corporate value*), али не и обратно, и да докази поткрепљују каузалност да повећање броја пријатељских, то јест савезничких директора (*allied directors*), води смањењу корпоративне вриједности.<sup>18</sup>

Спољни директори су појединци који служе у одбору компаније, али не дјелују у било којој врсти извршног капацитета, и зато могу да играју централну улогу у надгледању менаџмента компаније. Неизвршни и надзорни директори обично имају улогу да надгледају извршне директоре у областима као што су финансијске перформансе компаније и главне одлуке које утичу на стратегију и будућност компаније. Међутим, постоје три подручја на којима постоји посебна потреба за непристрасним мониторингом од стране неизвршних и надзорних директора: именовање директора, накнаде директора и ревизија финансијских и рачуноводстве-

<sup>16</sup> High Level Group III 59.

<sup>17</sup> *Ibid.*, 60.

<sup>18</sup> J. Dahay, O. Dimitrov, J. J. McConnell, „Dominant Shareholders and Allied Directors: A Simple Model and Evidence from 22 Countries”, ECGI, Working Paper Series in Finance, N<sup>o</sup>. 99/2005, 33–34, доступно на [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=805544](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=805544) (Март 2011).

них перформанси компаније. У ове три области извршни директори имају јасан сукоб интереса. Недостатак мониторинга од стране независних, незаинтересованих неизвршних директора у ова три подручја био је главни узрок разних корпоративних скандала којима смо били свјedoци у посљедњој деценији.

Вјероватно је да ће оптималан број и степен разноликости независних директора варирати од једне привредне гране до друге, од фирме до фирме, и с времена на вријеме. Свака препорука за минимални број независних директора и за већи степен различитости између директора вјероватно ће бити добра за неке компаније и лоша за друге. High Level Group се уздржала од предлагања како треба да буде састављен управни односно надзорни одбор, и у којем броју треба да буду заступљени независни неизвршни или надзорни директори. Ипак, због подстицања улоге неизвршних и надзорних директора, она је изразила мишљење да треба обезбиједити да у свим котираним компанијама у ЕУ комитети за именовање, накнаде и ревизију треба да буду састављени искључиво од неизвршних или надзорних директора од којих су већина независни, али је одбила да ово буде наметнуто као генерално правило, сматрајући да оно у Европи није одговарајуће и да није неопходно.<sup>19</sup> Зато је од стране High Level Group препоручено Европској комисији да изда Препоруку (*Recommendation*) државама-чланицама да у њиховим компанијским законима, или законима који регулишу тржиште капитала, или националим кодексима о корпоративном управљању, или на други начин, унесу ефективно правило, које треба да обезбиједи да ова три комитета буду састављена искључиво од неизвршних или надзорних директора од којих су већина независни, и које треба спровести најмање по принципу „*comply-or-explain*”.<sup>20</sup>

<sup>19</sup> High Level Group III 60–61. Група је напоменула да: „У Европи морамо узети у обзир посебну ситуацију релевантну за структуру одбора, као што је постојање контролних акционара и одбора у које су укључени и за послени.”

<sup>20</sup> *Ibid.*, 61. Принцип „*comply-or-explain*” значи да су котиране компаније дужне да у потпуности поступе у складу са овим захтјевом, или да објаве у њиховим годишњим извјештајима о корпоративном управљању у којој мјери и зашто су од овог захтјева одступиле. Препорука о јачању улоге независних неизвршних и надзорних директора, која позива државе-чланице да обезбиједи снажну улогу независних директора, поднијета је Европској комисији 6. октобра 2004.



У већини земаља препоруке о овим питањима нијесу обавезујуће, јер наведене компаније имају слободу да одлуче да ли ће у складу са њима поступити или ће објаснити зашто то не чине. Овај приступ се ослања на одговоре слободног тржишта, самих компанија и њихових извршних директора. Међутим, за неку компанију може бити тешко да убједљиво објасни зашто је одступила од препорученог понашања, и цијена таквог поступка у смислу нижег повјерења инвеститора може бити већа од трошкова примјене општеусвојених препорука корпоративног управљања.

Спољни директори представљају кључну компоненту већине рецепата за добро управљање отвореним акционарским друштвима. Основна претпоставка је да спољни директори могу дати кључни допринос праћењу учинка и понашања виших руководилаца, те на тај начин ојачати одговорност за управљање и руковођење, али и допринијети развоју стратегије односне компаније. Вјерује се да независни директори имају компаративне предности за ове различите задатке. Они су мање зависни од извршних директора и сензибилнији за спољне процјене њиховог рада као директора; они су мање посвећени унутрашњим рачуницама о перспективи компаније и мање забринуте због откривања потенцијално конкурентно осјетљивих информација. Они такође имају кредибилитет у „про-вјеравању” тржишних сигнала и они могу да створе значајну предност у алокацији ресурса. Ово наглашава кључну улогу независних директора као ефикасне и оправдане стратегије за уношење берзанских сигнала у доношење одлука како у одређеној компанији тако и у економији.<sup>21</sup> Тако, ова улога спољних директора захтијева развој различитих механизма независности директора чији је циљ продукција директора који ће и стварно бити независни.

### 3. НОВИ СТАНДАРДИ НЕЗАВИСНОСТИ ДИРЕКТОРА

Независност је један од камена темељаца за ефикасну контролу, и окретање ка независним директорима се огледа не само у броју или проценту већ и у могућности стварне независности. У посљедњих неколико деценија може се уочити заједнички тренд ка строжим стандардима независности, која данас служи као заједнички именитељ за добро корпоративно управљање. Иако се дефиниције

<sup>21</sup> J. N. Gordon, 1471.

разликују у детаљима, конвергенција може бити примијећена, како у САД-у тако и у Европи, у растућем тренду ка строжим стандардима независности директора и јачању различитих механизма који унапређују стварну независност директора,<sup>22</sup> што треба нарочито да се огледа у њиховом избору и процесу именовања, већем броју и разноврсности, активнијој и већој контроли у праћењу активности одбора.<sup>23</sup> Али, остаје још увијек неријешено питање шта тачно представља „независност”. Концепти о томе шта се под појмом „независности” подразумеива, од кога, и ко, или колико директора треба да буде независно у смислу релевантног правила, разликују се. Као што је познато, ниједна дефиниција независности неће сама по себи осигурати да један независни директор заиста и буде такав, јер нема дефиниције која ће обухватити мање видљиве врсте поткупљивања, а поготово ситуације у којима и они директори који се појављују као независни то можда неће бити због друштвених веза, жеље да буду играчи у тиму, или просте пасивности. Чак, и директори који задовоље све захтијеване провјере да се квалификују као независни, можда неће бити успјешни ако немају личну величину и самопоуздање да пружи отпор извршном директору који не врши своју улогу.

Без обзира на расправу о појму независности, постоји практична потреба да се утврди шта су критеријуми односно који су принципи и стандарди независности (имовински, статусни, лични, морални, професионални, стручни), према којима ће се процјењивати да ли су неизвршни или надзорни директори квалификовани да се сматрају независним или не. Тако је и High Level Group предложила Европској комисији да у форми Препоруке утврди минималну листу ових принципа, које је формулисала у форми негативних услова са дејством искључних разлога. По мишљењу High Level Group,<sup>24</sup> независни директори:

– не могу бити она лица која су запослена у компанији, или су била запослена у компанији у периоду од пет година прије њиховог именовања као неизвршни или надзорни директори;

<sup>22</sup> K. J. Hopt, P. C. Leyens, 21.

<sup>23</sup> D. Higgs, *Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors*, 20 January 2003, 6–7, 42–44, доступно на <http://www.berr.gov.uk/files/file23012.pdf> (Март 2011).

<sup>24</sup> High Level Group III 62–63.

– не могу бити она лица која примају било коју надокнаду за консалтинг, или било које друге услуге, од компаније или њених извршних директора;

– не могу бити она лица која примају било коју надокнаду или награду од компаније, а која зависи од резултата пословања (перформанси) компаније;

– не могу бити она лица која у својству неизвршних или надзорних директора надзиру рад неког извршног директора, који у другој компанији у својству неизвршног или надзорног директора надзире рад ових лица која су у тој компанији у својству извршних директора, као и у другим случајевима међусобне повезаности директорских положаја;

– не могу бити она лица која су контролни акционари, или њихови заступници, било да сами или споразумно држе најмање 30% или више акцијског капитала компаније;

– у дефинисању односа који дисквалификују неизвршне и надзорне директоре као независне треба узети у обзир и породичне и сродничке односе.

Регулаторни приступ у Великој Британији за одређивање независности још је флексибилнији. Према ревидираном Комбинованом закону, независност примарно значи да нема „веза или околности које могу или би могле да утичу на одлучивање директора”.<sup>25</sup> Уз то, ову општу дефиницију ревидираног Комбинованог закона прати листа седам индикатора према којима директор, у принципу, не би требало да се сматра независним ако има: уговор о раду са компанијом или групом у посљедњих пет година, неки материјални однос у посљедње три године, додатну накнаду осим директорске накнаде, блиске породичне везе, унакрсне директорске положаје, представљање значајних акционара, или директорски положај више од девет година. Одбор треба да објасни своје разлоге у годишњем извештају ако утврди да је неизвршни директор независан иако неки од наведених индикатора указује да он то није. Слично приступу у Комбинованом закону, општа дефиниција независности дата у француском Закону о корпоратив-

---

<sup>25</sup> Combined Code section A. 3.1, доступан на [http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr\\_comcode2003.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf) (Мај 2011).

ном управљању допуњена је конкретним примјерима који указују на независност.<sup>26</sup>

Међутим, парадигма независности је чак и шира од горе наведеног. Централна питања у post-Enronској дебати више су фокусирана на разматрање конфликта интереса, него компетентности, али менаџерско знање и пословне везе одбора директора могу бити веома корисне како за вођење тако и за контролу пословања компаније. Закони наглашавају стручност и искуство директора као кључне квалитете које би требало посматрати одвојено и додатно уз независност. Али, није тако лако истовремено обезбиједити стручности и независности, а понекад то може водити размјени лојалности за стручност. И док се неизвршни директори не суочавају са истим конфликтима интереса као извршни директори, они могу бити мање упознати са пословима компаније и мање компетентни него извршни директори. Ово је већ случај са члановима надзорног одбора у системима са двостепеним одбором, које карактерише саодлучивање. Зато, ако су постављени строги захтјеви за независност неизвршних директора, обезбјеђење стручности може постати прави проблем.<sup>27</sup>

Одређивање шта компетентност подразумијева – на примјер, бити у стању да се читају финансијски извјештаји или демонстрира ‘финансијска писменост’ – могло би да помогне, али може неоправдано ограничити компаније у избору директора. Излаз из ове дилеме може бити транспарентност, то јест, правило да компаније објаве зашто се сваки неизвршни директор сматра стручним или способним и спремним за његов положај.<sup>28</sup> Друго рјешење може бити да се захтијева стручност, али да се захтијева и обука, укључујући континуирану професионалну едукацију као и у другим професијама, или формирање пулова кандидата за директорске положаје. У сваком случају, обезбјеђење компетентности неизвршних директора је озбиљан проблем, не само за земље у транзицији већ и за развијене земље. У погледу овог захтјева High Level Group сматра да су

<sup>26</sup> Principes de gouvernement d'entreprise résultant de la consolidation des rapports cointants de l'AFEP et du MEDEF de 1995, 1999 et 2002, Paris, Octobre 2003, section 8, доступно на [http://www.natixis.com/upload/docs/application/pdf/2009-03/afep-medef\\_oct\\_2003.pdf](http://www.natixis.com/upload/docs/application/pdf/2009-03/afep-medef_oct_2003.pdf) (Мај 2011).

<sup>27</sup> К. Ј. Нопт, 459–460.

<sup>28</sup> *Ibid.*, 460.

постојећа правила о компетентности која се очекује од неизвршних и надзорних директора углавном апстрактна. У свијетлу колективне одговорности свих чланова одбора директора за финансијске извјештаје компаније, High Level Group сматра да основно финансијско разумијевање јесте фундаментална вјештина коју треба да имају или стекну након именовања сви чланови одбора директора, али и друге вјештине могу бити од велике важности, и чланови одбора такође могу бити изабрани због своје стручности у специфичним областима.<sup>29</sup>

Један другачији механизам за објезбеђивање независности директора фокусиран је на подстицаје – санкције и награде, за посебно понашање директора. Најчешће су ови подстицаји економске природе, али то може бити и питање репутације. Важан механизам за независност директора је и креативна употреба структуре одбора да се створи дух тимског рада и међусобне одговорности међу независним директорима који помаже да се ојача стварна независност. Структурне иновације током посљедњих деценија биле су вишеструке, укључујући посебне комитете одбора са специфичним функцијама у областима у којима интереси менаџера и акционара могу бити у сукобу.<sup>30</sup>

Недавни предлози су нагласили важност што већег броја (обично већине) независних директора у одбору. Осим у погледу броја независних директора, нагласак је такође дат и на диверзитет чланова одбора директора, јер „узајамно дјеловање различитих и комплементарних перспектива између различитих чланова одбора може значајно унаприједити перформансе одбора”.<sup>31</sup> Да би се обезбиједила независност, акценат је дат и на процес селекције и номинације независних директора. Стварна независност директора може бити озбиљно одређена путем којим је директор стигао до одбора.<sup>32</sup> Неки од иницијатора наглашавају потребу да се формирају специјални пулови и фондови за регрутовање и освјежавање знања

<sup>29</sup> High Level Group III 63.

<sup>30</sup> J. N. Gordon, 1483–1490.

<sup>31</sup> *Ibid.*, 42.

<sup>32</sup> *Ibid.*, 1496. Аутор указује да: „Донедавно извршни директори (CEOs) су снажно утицали – ако не и директно контролисали – избор директора. Директори постављени на овај начин вјероватно имају снажан осјећај лојалности, чак захвалности, према извршном директору (CEO)”.

и вјештина директора.<sup>33</sup> Све ове иницијативе траже све више времена и новца које би компаније требало да одредијеле за ове намјене. С друге стране, ако дозволимо да независни директор може бити уклоњен без разлога, морамо се запитати да ли он тада заиста може бити независан.

#### 4. РЕАЛНОСТ ОЧЕКИВАЊА ОД НЕЗАВИСНИХ ДИРЕКТОРА

Реформе током посљедњих деценија значајно су побољшале услове који јачају независност директора, и кумулативни ефекат иновација унутар различитих механизма значајно је повећао стварну независност директора. Данас, правни институти у свим главним јурисдикцијама компанијског права подстичу на именоване бар неколико независних директора у одборима.<sup>34</sup> Ова тенденција ка независним неизвршним директорима мање је изражена у земљама са системом двостепеног одбора као што је Њемачка, јер овај систем предвиђа међусобну искључивост чланства у два одбора. Стога, у Њемачкој поједини аутори тврде да су чланови надзорног одбора *per se* спољни или неизвршни директори.<sup>35</sup> Али, тежак проблем остаје: независност је више диспозиција, стање свијести, него стварна чињеница. Ипак, усвајање ових различитих иновација у управљању одражава културне промјене у очекивањима у погледу понашања директора и помаже у стварању културних промјена, тако да се састав одбора и став одбора значајно помјерио ка стварној независности.<sup>36</sup>

<sup>33</sup> Higgs, 6–7, 42–45. Тако, Higgs у свом извјештају сугерише да директори буду изабрани од вишег менаџмента, одмах испод нивоа одбора, да жене буду више заступљене, као и странци и лица из некомерцијалног сектора која сједе у органима добротворних организација и институција јавног сектора.

<sup>34</sup> R. R. Kraakman, *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2004, 50.

<sup>35</sup> K. J. Норт, 459–461. Аутор истиче: „Ипак, као европско правило за све државе чланице, ово ствара велике тешкоће за земље са радничким саодлучивањем, посебно за Њемачку”. Очигледно је да се заједнички стандард независности показује као тежак за радничко саодлучивање. Представници радничких синдиката би могли да буду слободни од било каквих директних пословних односа, али су у обавези да заступају интересе чланова синдиката, то јест запослених у компанији.

<sup>36</sup> J. N. Gordon, 1499–1500.

Међутим, докази који повезују повећано присуство независних директора са користима које имају акционари су слаби. Чак и у САД-у, које су родно мјесто данашњих реформи, нејасно је колико независни директори заиста доприносе побољшању корпоративног управљања.<sup>37</sup> Постоје само ограничени докази да независност одбора производи разлику у понашању чланова одбора, али разлике нијесу јасне.<sup>38</sup> С друге стране, независни директори су дужни да поштују различите законске и друге обавезе, које се у детаљима разликују од земље до земље, те је очигледно да су превисока очекивања од независних спољних директора. Од независних директора се очекује да имају значајнију улогу у одборима, а не да беспослени сједе у њима. Од њих се очекује да се упознају са компанијом и њеном организацијом, да буду информисани, да контролишу извршне директоре, да им постављају интелегентна и несентиментална питања, да преиспитују њихове најважније одлуке, да прате рад екстерних ревизора, да одреде одговарајућу надокнаду за рад извршних директора, и слично. Али, као прво и прије свега, интегритет, честитост и високи етички стандарди предуслов су за све директоре, тако да се можемо запитати да ли се од њих очекује више него што је људски. Набрајање квалитета које треба да имају независни директори и задатака који су им дати кроз разне кодексе најбоље корпоративне праксе, природно наводе на питање да ли заиста постоји довољно људских бића око нас која су квалификована да служе као независни директори, односно да ли такав независни директор мора бити нека врста *homo novus-a*, којег је створио капитализам да би превазишао текућу економску кризу, јер неко ко испољава преобиље личних квалитета који се захтијевају за независне директоре био би квалификован за светост.<sup>39</sup>

<sup>37</sup> R. R. Kraakman, *et al.*, 51.

<sup>38</sup> J. N. Gordon, 1500–1501. Аутор истиче да „већина студија показује мало корелација, али да један број недавних студија износи доказ о негативној корелацији између пропорције независних директора и перформанси компаније – али закључак је исти: повећање степена независности одбора не побољшава перформансе фирме”.

<sup>39</sup> L. Enriquese, „Bad Apples, Bad Oranges: A Comment from Old Europe on Post-Enron Corporate Governance Reforms”, *Wake Forest Law Review*, Vol 38 (2003), 931–932, доступно на [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=464241](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=464241) (Април 2011).

Очигледно је да су очекивања од независних спољних директора превелика, а њихова хиперактивност може произвести и контраефекте, јер ће очигледно у отвореним акционарским друштвима извршни директори имати много мање слободе да служе својим сопственим интересима, али и много мање слободе и времена за иновације и стварање профита. Отуда и упозорење да повећана бирократизација у доношењу пословних одлука унутар отворених акционарских друштава може бити најнегативнија дугорочна посљедица Enrona и сродних скандала, подстичући одлазак приватних трансакција, и одлажући планове за претварање затворених друштава у отворена акционарска друштва.<sup>40</sup> Овоме се може додати да у земљама у транзицији имепративна правила о независним директорима могу имати ефекат избјегавања оснивања отворених акционарских друштава, односно њихово претварање у затворена акционарска друштва.

Имајући у виду да су спољни директори важни, неко се може запитати шта ће мотивисати појединце да служе у том својству и да извршавају своје дужности на ефикасан начин. Компаније покушавају да регрутују врхунске кандидате у салу за састанке одбора, што би теоретски могло да повећа трошкове за директоре. Штавише, ако накнада за директора постане истински уносна, неки директори би могли постати превише зависни од своје позиције и изгубити независност за коју се сматра да је важна за добро корпоративно управљање, јер спољни директори играју централну улогу у надгледању менаџмента.<sup>41</sup> С друге стране, ако компанија повећа ризик од личне одговорности независних директора, то такође може да доведе до контрапродуктивних настојања од стране директора да формализују поступке на одбору и продукују писмене записнике за све што раде. Додатна потенцијална негативна посљедица повећаног ризика личне одговорности јесте да ће способни људи бити мање спремни да служе као спољни директори, а они појединци који су вољни да служе као спољни директори, упркос значајном ризику личне одговорности, могу тражити повећање

<sup>40</sup> *Ibid.*, 931.

<sup>41</sup> B. R. Cheffins, B. S. Black, M. Klausner: „Outside Directors, Liability Risk and Corporate Governance: A Comparative Analysis”, ECGI, Working Paper N<sup>o</sup>. 48(En)/2005, 31, доступно на [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=800584](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=800584) (Март 2011).



накнада као компензацију за тај ризик. Ако компаније значајно подигну плате директора како би регрутовале и задржале квалитетне спољне директоре, ова промјена би могла да утиче на квалитет корпоративног управљања.<sup>42</sup>

Успон независних директора је веома важна промјена у политичком и економском пејзажу, и треба да буде процијењена у свијетлу нове парадигме корпоративног управљања, која поставља добит акционара као примарни корпоративни циљ, и гледа на цијену акција као на мјеру већине ствари. Максимизирање цијена акција служи да се промовишу интереси акционара и да се информације добијене од тржишта користе да се капитал што ефикасније алоцира. Ова нова парадигма такође отвара простор за посебну улогу независног одбора: која је одлучујућа када преовлађујуће цијене обезвређују фирму и њене стратегије. У таквом окружењу, независни директори су кориснији од инсајдера, јер су они мање посвећени руковођењу и мање заробљени унутрашњом перспективом. На овај начин, независни директори чине кључни дио нове парадигме корпоративног управљања, и постали су комплементарна институција за економију компанија усмјерених на максимизирање добити акционара.<sup>43</sup>

Одговори од стране земаља и компанија усмјерени на побољшање праксе корпоративног управљања, прије свега кроз измијењену структуру одбора, постављају питање да ли се такве промјене у корпоративном управљању одражавају у побољшању процјене вриједности компаније. Неки аутори сматрају да побољшање корпоративног управљања преко и изнад онога што се може сматрати нормом и просјечном праксом у земљи има позитиван ефекат на процјену компаније, и да тржиште даје подстицаје фирми за побољшање корпоративног управљања и повећање добити акционара.<sup>44</sup>

Заокрет према независним директорима подржава мишљење да су берзански сигнали најпоузданија мјера перформанси компаније и најбољи водич за алокацију капитала у привреди, и да су они

---

<sup>42</sup> B. R. Cheffins, B. S. Black: „Outside Directors, Liability Across Countries”, ECGI, Law Working Paper No. 71/2006, 1479–1480, доступно на [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=438321](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=438321), (Март 2011).

<sup>43</sup> J. N. Gordon, 1563.

<sup>44</sup> V. Chhaochharia, L. Laeven: „The Invisible Hand in Corporate Governance”, ECGI Working Paper Series in Finance, N°. 165/2007, 27–28, доступно на [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=965733](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=965733) (Јун 2011).

једна „видљива рука”, то јест, независни одбор, која је потребна да се успостави равнотежа са тенденцијама тржишта („невидљивом руком”) ка претјеривању. У ово вријеме повећаног активизма акционара, поставља се једно важно питање: Да ли ће побољшана независност директора створити простор да се отворена акционарска друштва одупру притиску тржишта капитала, или ће сам овај притисак, који је и довео до раста независности директора, на крају поразити ову могућност? Остаје отворено још једно питање: Да ли независни одбор има независност чак и у односу на берзу? Процват и кулминација нове парадигме корпоративног управљања лежи на независним директорима и зато независни одбор може такође означити тренутак њеног пада.<sup>45</sup>

Вјероватно је још увијек прерано да се пружи коначан одговор, и остаје да се види да ли ће покрет за независне директоре обезбиједити бољи квалитет корпоративног управљања. У међувремену, треба имати у виду да све већи значај кодекса понашања, берзанских правила и рангирања корпоративног управљања доводи до значајног и непознатог тржишног притиска,<sup>46</sup> и моћна „невидљива рука” тржишта могла би побиједити „видљиву руку” (тј. независне директоре – наиме, независни одбор) која има улогу да га уравнотежи. У овом случају, могући неуспјех овог дијела реформе корпоративног управљања би поново захтијевао уплитање државе и „помагајућа рука” државе би била потребна да се принудно побољша корпоративно управљање кроз нове законе и прописе. На крају, можемо закључити да су „независни директори” одговор једне етапе у развоју корпоративног управљања, али не и коначан одговор, јер изгледа да још увијек има више питања него одговора.

<sup>45</sup> *Ibid.*, 1469–1472, 1564.

<sup>46</sup> К. Ј. Нопт, Р. С. Лейенс, 20.

Dragan RADONJIĆ

INDEPENDENT DIRECTORS AND NEW CORPORATE  
GOVERNANCE PARADIGM

*Summary*

In the last few decades there has been a powerful trend in favour of independent directors for public firms. For larger public companies around the world, it is the norm for the board of directors to include „outside” directors who are not involved in the day-to-day running of the company but are generally expected to take a central role in overseeing company managers. This paper presents the major drivers of the trend towards board independence and the main reasons for greater role of independent directors and stricter standards of independence, their number and diversity. The shift towards independent directors is reflected not just in the numbers or percentages but also in the strengthening of various mechanisms of director independence.

The cumulative effect of the considered reasons led to a significant reconceptualization of the board’s role and structure. The effect of the reforms on the board’s role is to make the role of the independent directors more important than ever. Despite the fact that evidences that connect the increased presence of independent directors to shareholder benefit are weak, the expectations of independent directors has become too large.

Difficulties regarding the regulations of these issues and reserves about expectations of independent directors are the final concerns of this paper. If the rise of independent directors is tied to a new corporate governance paradigm that looks to the stock price as the measure of most things, and „independent directors”, namely independent boards, should serve as a „visible hand” to balance the tendency of markets to overshoot, there is the open question is whether the independent board has even independence from stock market and unknown market pressure.

*Key words:* Board structure, Corporate Governance, Independent Directors, Monitoring board, Shareholder Value