

УДК: 347.72.035/036
005.21:334.72.021

*Др Вук Радовић, LL.M.
доцент Правног факултета Универзитета у Београду*

ЗЛАТНИ ПАДОБРАНИ, КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ И ТРЖИШТЕ КОРПОРАТИВНЕ КОНТРОЛЕ*

Резиме

Златни падобрани су високе накнаде које се обећавају лицима на руководелим позицијама у друштву у случају да дође до промене правне контроле над друштвом. Аутор је у раду истражио најзначајније аргументе за и против уговора овог вида накнаде, анализирао амбивалентан утицај златних падобрана на развој тржишта корпоративне контроле, разложио и објаснио садржину златних падобрана, приказао најзначајнија правна ограничења која праће њихово усвајање и указао на потребу за јошачаном транспарентношћу златних падобрана.

Основни подстицај за писање овог рада представља очекивана предузетачка грозница у нашој земљи у наредним годинама, а анализа утицаја златних падобрана ће у сфери осталих дефанзивних тактика имати значајно место. Такође, златни падобрани се као специфична врста накнаде члановима управе морају посматрати и у односу на општеприхваћене принципе и развијену праксу доброг корпоративног управљања. У преламању права предузетача и корпоративног управљања треба пронаћи прави смисао и значај златних падобрана.

Кључне речи: *златни падобрани, мере одбране, накнада, принцип неутралности, тржиште корпоративне контроле, предузетаче.*

* Рад се објављује у оквиру пројекта Правног факултета Универзитета у Београду: „Развој правног система Србије и хармонизација са правом ЕУ – правни, економски, политички и социолошки аспекти (2008)“.

І Увод

У светлу увек присутне опасности од непријатељског преузимања, многа друштва усвајањем посебних планова покушавају да заштите лица која се налазе у радноправном или неком другом уговорном односу са друштвом. Неписана претпоставка свих ових односа је да ће та лица задржати своје позиције све док на ваљан начин испуњавају задатке који су пред њих постављени. Преузимањем друштва нови већински акционар врши бројне кадровске промене, што резултира променом радноправног или другог уговорног статуса лица на високим позицијама у друштву. Тако је настала и идеја увођења златних падобрана, као начина заштите разумних очекивања руководиоца у случају промене контроле над друштвом.¹⁾ Они су почели да се користе 70-их година прошлог века у САД, а вртоглаву популарност су доживели за време преузимаљачке грознице 80-их година.²⁾

Златни падобрани представљају особену врсту накнаде за чланове управе, али и одбрамбену меру акционарског друштва од преузимања контроле. Ако се златни падобрани посматрају као врста накнаде, онда на њих треба применити правила доброг корпоративног управљања која се примењују на материју накнада члановима управе.³⁾ На другој страни, златни падобрани као мера одбране од преузимања се морају посматрати и из угла права преузимања, а оно се највећим делом односи на питање овлашћења управе да закључује овакве уговоре за време трајања поступка преузимања. Корпоративно управљање и право преузимања у садејству одређују значај и домашај златних падобрана.

ІІ Појам златних падобрана

Златни падобрани су мере одбране акционарског друштва од преузимања контроле којима се циљно друштво обавезује да исплати изразито високе накнаде лицима на највишим управљачким позицијама у друштву у случају вољног или невољног престанка њиховог уговорног односа након успешно спроведеног поступка преузимања.⁴⁾ Премда овако дефинисан појам златних падобрана не може да обухвати сваку могућу варијанту ове одбрамбене мере, он на довољно прецизан начин сублимира њене основне и практично најзначајније модалитете. Одступања су могућа у свим правцима. На пример, накнада се не мора давати у новцу, она не

1. Види: Arthur Fleischer, Jr., Alexander R. Sussman, „*Takeover Defense*“, Aspen Law & Business, 2000, стр. 7.5.
2. Види: Peter G. Scotese, „*Fold up Those Golden Parachutes*“, Harvard Business Review, март/април 1985. године, стр. 169.
3. Види: David V. Mauer, „*Golden Parachutes – Executive Compensation or Executive Overreaching?*“, The Journal of Corporation Law, 1984, стр. 347.
4. Упореди: Klaus J. Hopt, „*The Duties of the Directors of the Target Company in Hostile Takeovers – German and European Perspectives*“, у: Guido Ferrarini, Klaus J. Hopt, Eddy Wymeersch, „*Capital Markets in the Age of Euro*“, Kluwer Law International, 2002, стр. 416; Philip L. Cochran, Steven L. Wartick, „*Golden Parachutes: a Closer Look*“, California Management Review, бр. XXVI из 1984. године, стр. 113.

мора бити изразито висока, већ само значајна, златни падобрани се могу обећавати знатно ширем кругу лица од чланова управе (тј. и лицима која се не налазе на највишим управљачким позицијама у друштву), могу се везивати само за невољни престанак уговорног односа, а у неким случајевима право на златне падобране се активира без обзира на успешно окончан поступак преузимања.⁵⁾

Без обзира на бројне специфичне модалитете ове мере одбране, њена суштина се састоји у давању изузетно високих отпремнина или пензија члановима управе и другим водећим руководиоцима у друштву у случају престанка радног или другог уговорног односа након промене правне контроле над друштвом.⁶⁾ Данас се за ову обавезу давања високих накнада уобичајено користи термин златни падобран (енг. *golden parachutes*, нем. *goldene Fallschirme*), који фигуративно указује на то да ће „слетање“ разрешених или отпуштених чланова управе због постојања падобрана бити сигурно.⁷⁾ Атрибут „златни“ алудира на „лукративне накнаде које примају чланови управе покривени овим споразумима“.⁸⁾

III Оправдање за увођење златних падобрана

Златни падобрани представљају класичан пример неправих мера одбране.⁹⁾ Они се типично усвајају из оправданих пословних разлога, а онемогућавање преузимања се најчешће јавља као њихов споредан ефекат.¹⁰⁾ Економска теорија истиче да су ови „уговори неспорно пожељни, чак и ако се посматрају из угла интереса акционара, при чему су исто тако ефикасни и са социјалног становишта“.¹¹⁾ Шта оправдава овакав оптимистичан закључак везан за увођење златних падобрана?

Прво, један од најзначајнијих разлога за обећавање високих накнада у случају промене контроле је жеља да се привуку и задрже квалификовани и способни појединци, који су у стању да воде привредно друштво у најпожељнијем правцу.¹²⁾

5. *Chrysler Corporation* је 1995. године, као одговор на све присутније претње преузимања, усвојио план којим тридесет најзначајнијих чланова управе добијају накнаду не само у случају промене контроле, већ и у случају да потенцијални преузималац покуша да разреши ова лица пре окончања поступка преузимања.
6. Упореди: Радивоје Петрикић, „Правни режим преузимања друштва у Европи“, Право и привреда, бр. 5-8/2000, стр. 214; Лана Јанковић, „Преузимање акционарског друштва“, Правни живот, бр. 11/2003, стр. 122.
7. Види: Henry F. Johnson, „*Government Regulation of Business: Golden Parachutes Revisited*“, Wake Forest Law Review, бр. 23 из 1988. године, стр. 122.
8. Patrick A. Gaughan, „*Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*“, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2002, стр. 191.
9. Види: Jeremy Grant, „*Takeovers and the Market for Corporate Control*“, у: Jeremy Grant, „*European Takeovers – the Art of Acquisition*“, Euromoney Books, London, 2005, стр. 6.
10. Види: Patrick A. Gaughan, *нав. дело*, стр. 191. Више о неправим мерама одбране в.: Jennifer Arlen, Eric Talley, „*Unregulable Defenses and the Perils of Shareholders Choice*“, University of Pennsylvania Law Review, бр. 152 из 2003. године, стр. 577-666.
11. Michael C. Jensen, „*The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*“, у: John C. Coffee, Jr., Louis Lowenstein, Susan Rose-Ackerman, „*Knights Raiders & Targets – The Impact of the Hostile Takeover*“, Oxford University Press, 1988, стр. 340.

Златни падобрани охрабрују руководиоце да остану верни друштву, како за време поступка преузимања, тако и по његовом окончању.¹³⁾ Они дају преко потребну сигурност водећим лицима у друштву.¹⁴⁾ Посебно су оправдани у ситуацијама када члан управе улаже у знања и вештине које не може да искористи у другим друштвима,¹⁵⁾ као и у оним привредним гранама где постоји велики ризик од губитка посла због опасности преузимања.¹⁶⁾

Друго, високе накнаде у случају преузимања контроле представљају начин уједначавања интереса акционара и чланова управе након покретања поступка преузимања.¹⁷⁾ На овај начин се смањује (елиминира) инхерентан сукоб интереса, што значи и делимично разрешење првог агенцијског проблема.¹⁸⁾ Златни падобрани су гаранција да ће управа радње у поступку преузимања вршити у интересу акционара,¹⁹⁾ тј. да своје интересе неће претпостављати интересима акционара.²⁰⁾ Подстицај управе да се по сваку цену оштро супротставља непријатељском преузимању се умањује.²¹⁾

12. Види: David V. Maurer, *нав. чланак*, стр. 353-354. За разлику од других видова накнаде чланова управе који су усмерени ка задржавању способних извршних руководилаца, златни падобрани су оријентисани ка њиховом напуштању друштва. В.: Peter G. Scotese, *нав. чланак*, стр. 169; Martin Riger, „On Golden parachutes – Ripcords or Ripoffs? Some Comments on Special Termination Agreements“, *Pace Law Journal*, бр. 3 из 1982. /1983. године, стр. 16.
13. Види: Philip L. Cochran, Steven L. Wartick, *нав. чланак*, стр. 120.
14. Види: Arthur Fleischer, Jr., Alexander R. Sussman, *нав. дело*, стр. 7.5. -7.6; Rodd Levy, „Takeovers – Law and Strategy“, LBC Information Services, 1996, стр. 152.
15. Види: Michael C. Jensen, *нав. чланак*, стр. 340.
16. Види: Jay M. Zitter, „Golden Parachute Defense to Hostile Corporate Takeover“, *American Law Reports*, бр. 66 из 1988. године, стр. 140.
17. Види: Jeffrey N. Gordon, „An American Perspective on Anti-Takeover Laws in the EU: the German Example“, у: Guido Ferrarini, Klaus J. Hopt, Jaap Winter, Eddy Wymeersch, „Reforming Company Law and Takeover Law in Europe“, Oxford University Press, 2004, стр. 553; Michael C. Jensen, J. L. Zimmerman, „Management Compensation and the Managerial Labor Market“, *Journal of Accounting and Economics*, бр. 7(1-3) из 1985. године, стр. 7.
18. „Иако плаћања падобрана могу бити скупа, она могу такође смањити укупне агенцијске трошкове...“ William J. Carney, „Mergers and Acquisitions – Cases and Materials“, Foundation Press, New York, 2000, стр. 121.
„Уговори претпостављено елиминирају потенцијални конфликт интереса, повећавајући независност чланова управе, тако што им гарантују дугорочну накнаду.“ David V. Maurer, *нав. чланак*, стр. 352.
„Одговарајућа примена оваквих уговорних одредби треба да смањи интензитет конфликта интереса, када се од пословодства очекује значајна инвестиција у виду знања и искуства... која нема одговарајућу вредност у другој организацији.“ Зоран Арсић, „Преузимање контроле као облик надзора над радом пословодног органа“, *Право и привреда*, бр. 11-12/95, стр. 24.
19. „Као резултат, управа ће о предложеној понуди одлучивати искључиво из перспективе онога шта је за акционаре најбоље, јер су личне позиције чланова управе заштићене у сваком случају.“ Ronald J. Gilson, Bernard S. Black, „The Law and Finance of Corporate Acquisitions“, The Foundation Press, Inc., New York, 1995, стр. 769.
20. Види: Philip L. Cochran, Steven L. Wartick, *нав. чланак*, стр. 120.
21. Види: Peter O. Mülbart, Max Birke, „In Defense of Passivity – on the Proper Role of a Target’s Management in Response to a Hostile Tender Offer“, *European Business Organization Law Review*, бр. 1 из 2000. године, стр. 459; Ellie G. Harris, „Antitakeover Measures, Golden Parachutes, and Target Firm Shareholder Welfare“, *RAND Journal of Economics*, бр. 21(4) из 1990. године, стр. 614.

Треће, „неспорно је да се од ових уговора очекује да имају позитивне ефекте на понашање чланова управе“.²²⁾ Наиме, финансијска сигурност омогућава управи да доноси објективне и непристрасне пословне одлуке у поступку преузимања.²³⁾ Другим речима, чланови управе су подстакнути да се не супротстављају јавним понудама за преузимање које су корисне за акционаре циљног друштва, односно нису мотивисани да иницирају промену контроле која им омогућава задржавање постојећих позиција. У крајњој линији, златни падобрани повећавају преговарачку моћ управе, што по правилу доводи до више премије за акционаре.²⁴⁾

Четврто, неколико емпиријских истраживања је указало на оправданост увођења златних падобрана. Три релевантна закључка до којих се дошло се могу сумирати на следећи начин:

- постоји позитивна корелација између златних падобрана и развоја активности преузимања;²⁵⁾
- тржишна цена акција друштава које усвоје овакав план расте;²⁶⁾ и
- висина накнаде која се обећава је у директној сразмери са величином премије од преузимања.²⁷⁾

IV Критика златних падобрана

Противници златних падобрана наводе следеће аргументе против њиховог често коришћења: подстицање преузимања, погодовање неефикасне управе, погрешно преусмеравање премије и стварање неприкосновене позиције директора.

1. *Подстицање преузимања.* Високе обећане накнаде подстичу чланове управе да иницирају преузимање над друштвом којим управљају, чак и у случајевима када то није економски оправдано, нити је у интересу акционара. Како право на накнаду настаје преузимањем контроле, то ће управа бити заинтересована да до преузимања и дође.²⁸⁾ Чланови управе ће имати финансијски интерес да подстичу преузимање у случају да су златни падобрани већи од разлике антиципиране нак-

22. William J. Carney, *нав. дело*, стр. 121.

23. Види: Henry F. Johnson, *нав. чланак*, стр. 124-125.

24. Види: Andreas Bohrer, „*Corporate Governance and Capital Market Transactions in Switzerland – the Mechanics of Mergers, Acquisitions, Buyouts, Private Equity Transactions and Restructuring and their Impact on the Governance of the Corporations under Swiss Law*“, Schulthess, 2005, стр. 349; Michael C. Jensen, *нав. чланак*, стр. 340.

25. Види: Judith C. Machlin, Hyuk Choe, James A. Miles, „*The Effects of Golden Parachutes on Takeover Activity*“, *Journal of Law and Economics*, бр. 36(2) из 1993. године, стр. 861-876. Овакав закључак је оправдање за увођење златних падобрана само за присталице развоја тржишта корпоративне контроле. Супротно, за противнике тржишта преузимања овај податак ће представљати додатни основ за критику златних падобрана.

26. Види: R. Lambert, D. Larcker, „*Golden Parachutes, Executive Decision-Making, and Shareholder Wealth*“, *Journal of Accounting and Economics*, бр. 7(1-3) из 1985. године, стр. 179-203.

27. Види: Judith C. Machlin, Hyuk Choe, James A. Miles, *нав. чланак*, стр. 861-876.

28. Ово је за неке ауторе основни разлог за сумњу у ефикасност златних падобрана. Види: Caspar Rose, „*Takeover Defenses' Influence on Managerial Incentives*“, *International Review of Law and Economics*, бр. 25(4) из 2005. године, стр. 563.

наде у циљном друштву и накнаде по основу будуће зараде у неком другом друштву. Овај интерес ће бити израженији код старијих руководилаца, јер је њихова будућа зарада нижа, због краћег преосталог радног века, а обећана накнада виша, због дугог радног стажа и високих тренутних зарада.²⁹⁾

2. *Пождовање неефикасне управе.* Увођење златних падобрана је контрапродуктивно, јер се на тај начин најчешће награђује лоша управа. Преузималац ће по успешном окончању поступка преузимања отпустити све оне руководиоце који у претходном периоду нису показали задовољавајуће резултате, а задржаће компетентне и стручне. Такав развој ситуације, који се може у већем проценту очекивати, означава да златни падобрани погодују неспособне и неефикасне руководиоце.³⁰⁾ Они који тржиште корпоративне контроле виде као средство дисциплиновања неефикасних чланова управе, ова плаћања оцењују као непотребно трошење средстава акционарског друштва.³¹⁾ Због тога су у теорији присутни и предлози да се као услов за плаћање накнаде руководиоцима у случају преузимања контроле захтева да друштво у последњих неколико година (на пример, пет) није пословало испод просека за дату грану индустрије.³²⁾

3. *Погрешно преусмеравање премије.* Плаћање високих накнада члановима управе се одражава на висину премије за преузимање. Један део средстава намењених акционарима циљног друштва се преусмерава ка имаоцима златних падобрана.³³⁾

4. *Стварање неприкосновене позиције директора.* Високе накнаде које се дају по основу златних падобрана служе искључиво интересима њихових ималаца, а штете акционарима и другим носиоцима ризика пословања друштва.³⁴⁾ Из године у годину њихова висина расте, што има за последицу недодирљивост и неприкосновеност позиција директора. Отуда противници ову меру одбране често називају златним лисицама (енг. *golden handcuffs*), јер везују руке друштву, а дају велику слободу њиховим имаоцима.

V Амбивалентан ефекат златних падобрана на развој тржишта корпоративне контроле

Златни падобрани могу имати значајне одбрамбене последице. Обавеза исплате високих накнада члановима управе повећава трошкове преузимања, што чини друштво мање атрактивним на тржишту корпоративне контроле.³⁵⁾ Потенцијални преузимаоци због поскупљења читаве трансакције губе привредни инте-

29. Види: Ronald J. Gilson, Bernard S. Black, *нав. дело*, стр. 769.

30. Неки аутори златне падобране виде као начин обезбеђења некомпетентности извршних руководилаца. Види: J. Knight, „Golden Parachutes Reward Corporate Failure“, Washington Post од 13. септембра 1982. године, стр. 1.

31. Види: William J. Carney, *нав. дело*, стр. 121.

32. Види: Peter G. Scotese, *нав. чланак*, стр. 171.

33. Види: Blanaid Clarke, *нав. дело*, пар. 20-32.

34. Види: Patrick A. Gaughan, *нав. дело*, стр. 195.

рес за преузимање.³⁶⁾ Такође, заинтересовани понудиоци не могу са сигурношћу да знају како ће имаоци падобрана реаговати у случају преузимања контроле. Према томе, постојање златних падобрана онемогућава да се унапред изврши прецизна процена свих трошкова у вези са овим пословним подухватом.³⁷⁾ Ова мера одбране може бити од посебног значаја у случају када преузималац планира да по успешно окончаном преузимању разреши сва лица на високим положајима у друштву.³⁸⁾ Исто тако, постојање високих накнада ће „вероватније одвратити оне потенцијалне понудиоце, који нису сигурни у своје менаџерске капацитете или који преувеличавају своју могућност управљања циљним друштвом“.³⁹⁾

И поред приказаних негативних последица, у највећем броју случајева златни падобрани неће одлучујуће утицати на успех упућене понуде за преузимање.⁴⁰⁾ Накнада коју треба платити у случају промене контроле је само мали проценат укупне накнаде коју плаћа понудилац.⁴¹⁾ Ово посебно долази до изражаја у оквирима великих новчаних трансакција,⁴²⁾ као и у случајевима када су златни падобрани ограничени на мали број лица.⁴³⁾ У значајној мери „превентивно дејство ове мере зависи од финансијске моћи понудиоца“.⁴⁴⁾ Ако понудилац има велики економски потенцијал, чак ни обећање изузетно високих накнада нема велики значај.⁴⁵⁾ Поменути разлози су неке ауторе навели да чак и категоризацију златних падобрана као мере одбране доведу у питање.⁴⁶⁾

35. Види: Blanaid Clarke, „*Takeovers and Mergers Law in Ireland*“, Sweet & Maxwell, Dublin, 1999, пар. 20-32; Gerrit Hellmuth Stumpf, „*Das deutsche Übernahmerecht – eine differenzierte Analyse des WpÜG und des Minderheitsausschlusses nach §§ 327a ff. AktG*“, Bankakademie Verlag GmbH, 2004, стр. 198.
36. Види: Christian Bank, „*Präventivmaßnahmen börsennotierter Gesellschaften zur Abwehr feindlicher Übernahmeveruche in Deutschland und Großbritannien*“, Peter Lang, 2006, стр. 140.
37. Види: Blanaid Clarke, *нав. дело*, пар. 20-32.
38. Види: Лана Јанковић, *нав. чланак*, стр. 122.
39. Види: Blanaid Clarke, *нав. дело*, пар. 20-32.
40. Ово је посебно тачно за европске земље, где за разлику од САД, накнаде које се обећавају нису толико високе. В.: Walter Bayer, „*Vorsorge- und präventive Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen*“, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, De Gruyter Recht, бр. 4-5 из 2002. године, стр. 597. Неки аутори из тога извлаче закључак да у највећем броју случајева златни падобрани и нису мера одбране од преузимања. Види: Leo Herzel, Richard W. Shepro, „*Bidders and Targets – Mergers and Acquisitions in the U. S.*“, Basil Blackwell, Oxford, 1990, стр. 491.
41. Види: Lucien Simont, „*Protection Against Takeovers and Defensive Techniques Under Belgian Law*“, у: Klaus J. Hopt, Eddy Wymeersch, „*European Takeovers – Law and Practice*“, Butterworths, 1992, стр. 230; Patrick A. Gaughan, *нав. дело*, стр. 192; Rodd Levy, *нав. дело*, стр. 152; David V. Maurer, *нав. чланак*, стр. 354-355.
42. Види: Christian Bank, *нав. дело*, стр. 140.
43. Види: Ronald J. Gilson, Bernard S. Black, *нав. дело*, стр. 768.
44. Радивоје Петрикић, *нав. чланак*, стр. 214-215.
45. Најбољи доказ неделотворности ове мере су преузимања друштва *AirTouch* и *Mannesmann*, и поред постојања вредних златних падобрана. У оба случаја понудилац је било друштво *Vodafone*. Обећана накнада у износу од 150 милиона долара за председника управног одбора друштва *AirTouch*, *Sem Ginn*-а, није била довољна да спречи *Vodafone* да покрене поступак преузимања. Исто тако, након окончања поступка преузимања друштва *Mannesmann*, *Vodafone* је председнику управног одбора *Mannesmann*-а, *Klaus Esser*-у, исплатио износ од око 15 милиона евра. Види: Michael Steinhauer, „*Die Neutralitätspflicht des Vorstands einer AG nach § 33 WpÜG*“, Verlag Dr. Kovač, Hamburg, 2005, стр. 143-144.

Изоливано посматрано, златни падобрани као дефанзивно средство имају подређену улогу и не могу да спрече преузимање.⁴⁷⁾ Међутим, у садејству са другим мерама одбране (на пример, отровним пилулама, продајом крунског драгуља, стицањем сопствених акција, и др.), они могу бити од великог значаја за одлуку понудиоца да ли ће упутити јавну понуду за преузимање.⁴⁸⁾

VI Садржина златних падобрана

Пре усвајања златних падобрана друштво треба да одговори на следећа питања: ко су повериоци накнаде, који је правни основ за исплату, када лице стиче право на накнаду, колика је дозвољена висина накнаде, колико дуго траје заштита и како обезбедити средства за исплату? Различите опције друштва показују да златни падобрани немају униформну садржину.

1. Повериоци накнаде (имаоци падобрана)

До сада је више пута речено да се златни падобрани обећавају лицима која се налазе на високим управљачким положајима у друштву. Међутим, појам високих управљачких положаја је непрецизан, те се може десити да у једном друштву златни падобран има само председник управе, док у другом ово право имају сви чланови управног и извршног одбора, као и нека друга запослена лица од значаја за друштво.⁴⁹⁾ Број лица привилегованих златним падобранима ће зависити од бројних фактора, међу којима се истичу следећи: величина и финансијска снага друштва, укупни трошкови, пракса конкурената, вероватноћа да ће та лица тражити друго запослење, положај који имају у друштву, вероватноћа да ће њихово запослење престати након промене контроле, дужина радног стажа и висина њихових примања у друштву.⁵⁰⁾

Друштво може високу накнаду обећати већем броју лица, али под различитим условима. Некада се они могу груписати у неколико категорија, док у другим случајевима свако лице може имати различиту заштиту.

2. Правни основ

Златни падобрани се у највећем броју случајева уређују појединачним уговорима између циљног друштва и лица коме се даје право на високу накнаду у случају промене контроле. Они могу бити саставни део уговора о раду (у случају да је

46. Види: Ronald J. Gilson, Bernard S. Black, *нав. дело*, стр. 768.

47. Види: Christian Bank, *нав. дело*, стр. 140.

48. Види: Patrick A. Gaughan, *нав. дело*, стр. 195.

49. У пракси нису ретки случајеви да неколико десетина кључних појединаца у друштву имају златне падобране. Према неким истраживањима, број извршних руководиоца покривених златним падобранима варира између један и 80, а најчешће се покрива до 10 извршних директора. Више види: Philip L. Cochran, Steven L. Wartick, *нав. чланак*, стр. 116-119.

50. Види: Arthur Fleischer, Jr., Alexander R. Sussman, *нав. дело*, стр. 7.18.

лице у радном односу) или део посебног уговора са друштвом (без обзира да ли је лице у радном односу). У ређим ситуацијама, златни падобрани могу бити предвиђени и општим актом друштва (на пример, општим актом који усваја скупштина акционарског друштва или управни одбор). Тада лица која испуњавају услове имају право на накнаду на основу општег правила, без потребе да то постане и саставни део појединачног уговора. Овакав начин регулисања је погодан када је реч о увођењу танких падобрана, о којима ће бити више речи.

3. Стицање права на накнаду

Имаоци златних падобрана стичу право на накнаду у моменту када се испуне одређени услови. Без обзира на бројне различитости у упоредној пракси, два услова се увек захтевају: промена контроле и вољни или невољни престанак радног или другог уговорног односа са друштвом.

а) Промена контроле

Имаоци златних падобрана стичу право на високе накнаде само у случају промене контроле. Сликвито речено, падобран се неће отворити све док не наступи догађај којим се мења правна контрола над друштвом.⁵¹⁾ Дефинисање појма промене контроле се јавља као први задатак у вези са установљавањем златних падобрана. Најчешће се као услов тражи да неко лице стекне одређени проценат гласачког капитала (уобичајено између 20% и 35%).⁵²⁾ У САД, златни падобрани имају знатно шири домен примене, јер промена контроле обухвата и ликвидацију, статусне промене, продају значајног дела имовине, итд.⁵³⁾

б) Престанак радног или другог уговорног односа

Сама промена контроле није довољна за стицање права на накнаду, већ је неопходан и престанак уговорног односа између друштва и имаоца златног падобрана. Два начина престанка, вољни и невољни, представљају у исто време и два модалитета стицања права на накнаду.

(1) *Вољни престанак*. Вољни престанак уговорног односа подразумева да ималац златног падобрана једностраном изјавом воље, након промене контроле, раскине дотадашње односе са друштвом. Сама друштва одређују под којим условима једнострано раскид даје право на златне падобране. У том погледу је могуће разликовати две ситуације: отказ без основа и отказ са основом.

51. Види: Henry F. Johnson, *нав. чланак*, стр. 122.

52. Према једној студији, просечан износ гласачког капитала чије стицање иницира право на златне падобране износи 26,6%. Види: R. Lambert, D. Larcker, *нав. чланак*, стр. 188.

53. Види: Arthur Fleischer, Jr., Alexander R. Sussman, *нав. дело*, стр. 7.10. Економске анализе су показале потребу да златни падобрани буду већи у случају промене контроле јавном понудом за преузимање, у односу на статусне промене. Види: Elazar Berkovitch, Naveen Khanna, „*A Theory of Acquisition Markets: Mergers versus Tender Offers, and Golden Parachutes*“, *The Review of Financial Studies*, бр. 4(1) из 1991. године, стр. 149-174.

(а) *Отиказ без основа*. По кориснике су најповољнији они златни падобрани који им дају једнострано право да по промени контроле над друштвом прекину радноправни или други уговорни однос са друштвом и тако стекну право на значајну накнаду (енг. “*single trigger*” *parachutes*). Сама чињеница преузимања друштва ставља све имаоце златних падобрана пред дилему да ли да откажу уговорни однос и добију накнаду, или да остану у друштву. Овакви падобрани су у пракси ретки, а и ако постоје везују се искључиво за највише руководиоце у друштву.⁵⁴⁾ Правила доброг корпоративног управљања налажу да се златни падобрани не активирају једностраном изјавом воље њихових ималаца, само на основу чињенице промене контроле.⁵⁵⁾

(б) *Отиказ са основом*. Знатно чешћа и мање контроверзна је уговорна одредба по којој ималац златних падобрана има право на исплату високе накнаде само у случају да прекине уговорни однос из оправданог разлога по преузимању контроле (енг. “*double trigger*” *parachutes*). Оправдан разлог обухвата смањење зараде или друге накнаде, премештај у друго место или на лошији положај, сужавање овлашћења, и др.⁵⁶⁾

Као модификована варијанта вољног престанка радног или другог уговорног односа у пракси се често уговара да тек по протеклу одређеног рока од промене контроле (на пример, годину дана) ималац златног падобрана у додатном року (на пример, 30 до 60 дана) има право да да отказ са или без основа и добије накнаду (енг. *modified “double trigger” parachutes*).⁵⁷⁾ Оваква одредба омогућава преузимаоцу да задржи запослена лица у транзиционом периоду од годину дана, а даје и велику преговарачку моћ руководиоцу у случају да преузималац жели да га задржи и по протеклу овог рока.⁵⁸⁾

(2) *Невољни престајанак*. Невољни престајанак уговорног односа подразумева да преузето друштво једностраном изјавом воље, након промене контроле, прекида дотадашње односе са имаоцем златног падобрана. У том случају, промена контроле заједно са невољним отказом даје право имаоцима на исплату накнаде. Разлог за давање отказа није од значаја.

Овако одређен моменат стицања права на накнаду има једну значајну предност у односу на престајанак радног или другог уговорног односа без оправданог разлога. Наиме, престајанак уговорног односа без оправданог разлога даје руководиоцу право на накнаду штете. Међутим, да би примио накнаду, руководиоца мора да докаже да је разрешење било противно одредбама уговора, а висина накнаде зависи од штете коју је стварно претрпео. На другој страни, златни падобрани нису везани за поступање противно одредбама уговора.⁵⁹⁾ Они дају право на фиксирану

54. Види: Arthur Fleischer, Jr., Alexander R. Sussman, *нав. дело*, стр. 7.19.

55. Види: Andreas Bohrer, *нав. дело*, стр. 349.

56. В.: Ronald J. Gilson, Bernard S. Black, *нав. дело*, стр. 768; Arthur Fleischer, Jr., Alexander R. Sussman, *нав. дело*, стр. 7.19.

57. Види: Arthur Fleischer, Jr., Alexander R. Sussman, *нав. дело*, стр. 7.20.

58. Види: Andreas Bohrer, *нав. дело*, стр. 350.

59. Види: Graham Stedman, „*Takeovers*“, Longman, London, 1993, стр. 421.

високу накнаду по престанку уговорног односа, без обзира на штету који је корисник стварно претрпео.⁶⁰⁾

У пракси се најчешће комбинују невољни престанак са вољним престанком из оправданог разлога, као два алтернативна основа права на накнаду.

4. Накнада

Накнада која се прима по основу златних падобрана је најчешће једнократни новчани износ, што не значи да се она не може давати и у другим стварима и правима.⁶¹⁾ Висина накнаде варира између држава, између друштава једне државе, али и између руководилица унутар једног друштва. Она зависи од бројних околности, међу којима су најважније: положај који лице има у друштву, број лица покривених златним падобранима, годишња зарада и дужина радног стажа. Уобичајено руководиоци на највишим позицијама добијају већу заштиту у односу на лица на нижим положајима.

Начелно су златни падобрани дозвољена превентивна мера одбране у свим државама. Међутим, то не значи да су свугде дозвољене исте висине накнаде.⁶²⁾ За континентална европска законодавства је препоручљиво да златни падобрани не прелазе износ од три годишње зараде за највише руководице,⁶³⁾ док за оне на нижим положајима тај износ треба смањити.⁶⁴⁾ Висина накнаде треба да буде таква да промовише вршење радњи у интересу друштва, док у исто време мора бити оправдана и са економског становишта.⁶⁵⁾ Код њеног одређивања увек треба имати у виду да разлог за плаћање није рад, већ престанак дотадашњег уговорног односа.⁶⁶⁾ Према томе, високом накнадом се компензује губитак посла.⁶⁷⁾

Непримерена висина накнаде је највећи извор злоупотреба везаних за златне падобране, због чега неки аутори предлажу да се накнада веже за премију од преузимања коју примају акционари.⁶⁸⁾ На тај начин би се додатно уједначили интереси акционара и чланова управе.

60. У случају разрешења члана управе без оправданог разлога, накнада по основу златног падобрана не искључује право имаоца да захтева и накнаду евентуалне штете по општим прописима компанијског права.

61. Види: International Finance Corporation, „*The Russia Corporate Governance Manual, Part II, Good Board Practices*“, Moscow, 2004, стр. 101.

62. О просечној висини златних падобрана у САД види: Philip L. Cochran, Steven L. Wartick, *нав. чланак*, стр. 118.

63. У теорији постоје и предлози да се укину сви златни падобрани чија је вредност 2,5 пута већа од годишње зараде. Види: Peter G. Scotese, *нав. чланак*, стр. 171.

64. Види: Arthur Fleischer, Jr., Alexander R. Sussman, *нав. дело*, стр. 7.20.

65. Види: Ari Savela, „*Hostile Takeovers and Directors – Regulation of Takeover Defenses in Finland, the United Kingdom, the United States and the European Union*“, Turku, 1999, стр. 276.

66. *Idem.*, стр. 278.

67. Види: Lutz Michalski, „*Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“ nach deutschem Aktienrecht)*“, Die Aktiengesellschaft, бр. 4 из 1997. године, стр. 160.

68. Види: Michael C. Jensen, *нав. чланак*, стр. 341.

5. Период заштите

У свајањем златних падобрана мора се одредити и период након чијег истека корисници губе права. Корпоративна пракса показује да период заштите траје две до три године након промене контроле.⁶⁹⁾ Ако у том периоду друштво и ималац златног падобрана не прекину своје уговорне односе, престаје и потреба за даљом заштитом по основу ове мере одбране.⁷⁰⁾

6. Обезбеђење средстава

Да би златни падобрани били ефикасно средство заштите неопходно је обезбедити средства за њихово финансирање. У САД се у те сврхе користе две врсте *trust-a: rabbi trust* и *secular trust*. *Rabbi trust* је најпопуларнији начин обезбеђивања средстава за исплату имаоцима златних падобрана. Његова основна предност је независност повереника, који тим средствима управља, у односу на стару и нову управу. Кључни недостатак *rabbi trust-a* је немогућност исплате у случају инсолвентности друштва, јер сва средства постају саставни део стечајне масе. Премда *secular trust* исправља овај недостатак, он није чест због неповољних пореских импликација.⁷¹⁾

VII Ограничење уговарања златних падобрана

Принцип неутралности, ограничавање висине накнаде и одговорност органа су најзначајнија ограничења златних падобрана у европским правним системима, док у америчком систему ту улогу имају судска пракса и пореске дестимулације.

1. Недозвољеност репресивних златних падобрана

Теоријски посматрано златни падобрани се могу користити као превентивна и репресивна мера одбране акционарског друштва од преузимања контроле.⁷²⁾ Међутим, принцип неутралности и судска пракса су отупели репресивно дејство ове одбрамбене мере, због чега се и говори о њиховом искључиво превентивном карактеру.

Накнадни златни падобрани које усвоје органи управљања циљног друштва су некомпатибилни са принципом неутралности,⁷³⁾ кога прихвата највећи број правних система данашњице.⁷⁴⁾ Они нису дозвољени без одобрења скупштине, јер се принцип неутралности састоји у увођењу забране управи циљног друштва да за време трајања поступка преузимања предузима мере одбране. У српском праву би

69. Види: Philip L. Cochran, Steven L. Wartick, *нав. чланак*, стр. 119.

70. Види: Arthur Fleischer, Jr., Alexander R. Sussman, *нав. дело*, стр. 7.13.

71. Више види: *Idem.*, стр. 7.35. -7.40.

72. Све мере одбране акционарског друштва се према моменту преузимања могу поделити на превентивне (претходне) и репресивне (накнадне), при чему се као меродаван узима тренутак покретања поступка преузимања.

73. Види: Klaus J. Норт, *нав. чланак*, стр. 416; Graham Stedman, *нав. дело*, стр. 424.

важио исти закључак, под условом да обећана накнада знатно мења стање имовине или обавеза циљног друштва.⁷⁵⁾ Неке државе уводе необориву законску претпоставку да су необично високе накнаде у случају преузимања контроле супротне принципу неутралности.⁷⁶⁾ Судска анализа се у тим системима своди на одређивање опсега необично високе накнаде, што значи да је у практичним консеквенцама овај систем близак нашем.⁷⁷⁾

Државе које не примењују принцип неутралности су у истој мери неблагонаклоне према накнадним златним падобранима. Тако, на пример, ако се у америчком праву, које прихвата принцип слободног одлучивања управе, уговоре златни падобрани након појављивања претње преузимањем, примењује се висок стандард модификоване пословне одлуке.⁷⁸⁾

2. Ограничења висине накнаде

Златни падобрани су се развили у САД средином 80-их година прошлог века. Високе накнаде које се исплаћују по основу златних падобрана у земљи њиховог порекла нису применљиве у многим европским државама. У Европи постоје бројна културолошка, социолошка и правна ограничења, која умањују значај златних падобрана.⁷⁹⁾ Различита пословна филозофија се најбоље види на примеру преу-

74. Види: Директива ЕЗ о преузимању, чл. 9; енглески Кодекс Ситија о преузимањима и спајањима (енг. *City Code on Takeovers and Mergers*, даље: ССТМ), основни принцип број 7 и правило број 21; ирски Закон о Панелу за преузимање (енг. *The Irish Takeover Panel Act*), основни принцип број 6 и правило број 21; немачки Закон о стицању вредносних папира и преузимању (нем. *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*) из 2001. године, чл. 33; аустријски Савезни закон о понудама за преузимање (нем. *Übernahmegesetz*, од сада: *ÜbG*) из 1999. године, чл. 12; новозеландски Закон о преузимању (енг. *Takeovers Code Approval Order*) из 2000. године, чл. 38-40; кинеске Мере за регулисање преузимања у котираним акционарским друштвима (кин. *Shangshi Gongsi Shouqou Guanli Banfa*) из 2002. године, чл. 33; швајцарски Савезни закон о ефектним берзама и трговини вредносницама (енг. *Federal Act on Stock Exchanges and Securities Trading*) из 1998. године, чл. 29 и подзаконски акт Комисије за преузимање о јавним понудама за преузимање (енг. *Ordinance of the Takeover Board on Public Takeover Offers*, даље: О-ТВ) из 1998. године, чл. 34-35; италијански *Testo Unico della Finanza*, бр. 58 из 1998. године, чл. 104; шведске NBK Препоруке о јавним понудама за преузимање (енг. *Recommendations Concerning Public Offers for the Acquisitions of Shares*) из 2003. године, препорука број II. 16; португалски Закон о хартијама од вредности из 1999. године, чл. 182; малтежанска Правила за листинг (енг. *Listing Rules*), чл. 18. 32-18. 37; словеначки *Zakon o prevzemih* из 2006. године, чл. 47-51; македонски Закон о преузимању из 2002. године, чл. 36; хрватски Закон о преузимању дионичких друштава из 2007. године, чл. 42; Закон о преузимању акционарских друштава Републике Српске („Службени гласник Републике Српске“, бр. 64-II од 14. октобра 2002. године), чл. 11; црногорски Закон о преузимању акционарских друштава („Службени лист Републике Црне Горе“, бр. 81 из 2005. године), чл. 10.
75. Види: Закон о преузимању акционарских друштава („Службени гласник РС“, бр. 46 из 2006. године), чл. 38(3)(2).
76. Види: швајцарски О-ТВ, чл. 35(2)(c).
77. Види: Alain P. Röthlisberger, Esther Nägeli, „Defending against a Hostile Bid – a Defence Support Manual for SWX Swiss Exchange Listed Companies“, Schulthess, 2004, стр. 73.
78. Види: Arthur Fleischer, Jr., Alexander R. Sussman, *нав. дело*, стр. 7.9. Више о модификованом правилу пословне одлуке види: Christian Kirchner, Richard W. Painter, „Towards a European Modified Business Judgment Rule for Takeover Law“, *European Business Organization Law Review*, бр. 2 из 2000. године, стр. 353-400.

зимања друштва *Mannesmann*, после кога је председник управног одбора, *Klaus Esser*, добио накнаду у износу од 15 милиона евра. Из америчке перспективе, *Klaus Esser* је херој, јер је својом преговарачком стратегијом и одлучношћу да о понуди морају да одлуче акционари успео да натера понудиоца да повећа своју понуду за неколико милијарди евра. Немачка стварност је другачија, јер је тамо против *Klaus Esser*-а и неких чланова надзорног одбора покренут кривични поступак.⁸⁰⁾

Типичним ограничењем висине накнаде, које садрже многи закони континенталне Европе, се прописује да накнада једном члану управног одбора мора бити у сразмери са његовим дужностима и финансијским стањем друштва.⁸¹⁾ Одредба овакве садржине указује на то да неадекватно високе накнаде нису дозвољене.⁸²⁾ Како златни падобрани по правилу премашују дозвољене износе, то ова мера није реална опција у многим државама.⁸³⁾ Недоступност ове мере у континенталној Европи је по неким ауторима *prima facie* доказ о потреби увођења принципа неутралности чланова управе циљног друштва у поступку преузимања.⁸⁴⁾ Супротно, у америчком праву тест разумности накнаде није прихваћен у судској пракси.⁸⁵⁾

У праву Србије не постоје законска ограничења висине примања чланова управног и извршног одбора.⁸⁶⁾ У складу са законом, Кодекс корпоративног управљања даје довољно слободе друштву у одређивању висине накнаде, јер она „треба да буде довољна да привуче, задржи и стимулише оне чланове, односно извршне директоре, који су потребни друштву за успешно обављање послова. Друштво треба да избегава плаћање више накнаде од оне која је неопходна за остваривање ове сврхе“.⁸⁷⁾ Према томе, златни падобрани су могућа мера одбране у Србији.

79. Види: Peter O. Mühlert, Max Birke, *нав. чланак*, стр. 459.

80. Види: Jeffrey N. Gordon, *нав. чланак*, стр. 555-556.

81. Види: немачки Закон о акцијама (нем. *Aktiengesetz*, од сада: AktG) објављен 1965. године (са изменама из 2001. године), чл. 87(1); аустријски Закон о акцијама (нем. *Aktiengesetz*, даље: AG) из 2004. године, чл. 78(1); словеначки *Zakon o gospodarskih družbah* (даље: ZGD) из 1993. године, чл. 253(1); хрватски Закон о трговачким друштвима (даље: ЗТД) из 1993. године, чл. 247(1).

82. Види: Heribert Hirte у: Heribert Hirte, Christoph von Bülow, „*Kölner Kommentar zum WpÜG*“, Carl Neumanns Verlag KG, 2003, стр. 952.

83. О неприменљивости ове мере у Немачкој види: Peter O. Mühlert, Max Birke, *нав. чланак*, стр. 459; Lutz Michalski, *нав. чланак*, стр. 160; Christoph E. Hauschka, Thomas Roth, „*Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht*“, Die Aktiengesellschaft, бр. 7 из 1988. године, стр. 192; Christian Bank, *нав. дело*, стр. 142; Walter Bayer, *нав. чланак*; стр. 597; Gerrit Hellmuth Stumpf, „*Das deutsche Übernahmerecht*“, стр. 198; Droste, „*Mergers & Acquisitions in Germany*“, CCH Europe, 1995, стр. 273; Michael Steinhauer, *нав. дело*, стр. 147; о неприменљивости у Јапану види: Shigeo Yamaguchi, „*Abwehrmaßnahmen börsennotierter Aktiengesellschaften gegen feindliche Übernahmeangebote in Deutschland und Japan*“, Carl Neumanns Verlag, 2005, стр. 152.

84. Види: Peter O. Mühlert, Max Birke, *нав. чланак*, стр. 459-460.

85. Види: Jay M. Zitter, *нав. чланак*, стр. 146-148.

86. Види: Закон о привредним друштвима („Службени гласник РС“, бр. 125 из 2004. године, даље: ЗОПД), чл. 325.

87. Види: Кодекс корпоративног управљања („Службени гласник РС“, бр. 1 из 2006. године, даље: Кодекс КУ), чл. 240.

3. Фидуцијарне дужности и одговорност

Приликом уговарања високих накнада у случају промене контроле, лица одговорна за доношење ових одлука морају водити рачуна о фидуцијарним дужностима према друштву.⁸⁸⁾ Златне падобране најчешће судски оспоравају акционари који тврде да су закључивањем оваквих споразума чланови управе прекорачили своје фидуцијарне обавезе. Проблем настаје услед чињенице да у упоредном праву златни падобрани не морају бити одобрени од стране скупштине акционара. Судови овакве уговорне аранжмане најчешће виде у оквирима правила пословне процене, тј. да су чланови управе поступали „у разумном уверењу да делују у најбољем интересу привредног друштва“.⁸⁹⁾ Чињеница да се овом мером одбране не максимизира богатство носилаца ризика пословања друштва је ирелевантно за примену овог правила.⁹⁰⁾

У случају да директор учествује у одређивању вредности златног падобрана за себе, поставиће се питање лојалности директора према друштву. Постојање очигледног сукоба интереса дисквалификује то лице у погледу учествовања у одлучивању о сопственим накнадама. Најсигурније је препустити доношење одлуке комисији за накнаде, састављеној од независних чланова управе, осим ако се не ради о златним падобранима намењеним њима.⁹¹⁾

Фидуцијарне дужности чланова управе у праву Србије неће представљати значајније ограничење за развој златних падобрана, због правила да скупштина акционара даје сагласност на сваки предложени уговор са члановима управног и извршног одбора.⁹²⁾ Међутим, одговорност по основу непоступања по дужностима пажње или лојалности се у контексту златних падобрана ипак може применити у два случаја: прво, када су имаоци падобрана руководиоци друштва, који нису у исто време и чланови управе;⁹³⁾ и друго, у условима концентрисаног акционарства и постојања фидуцијарних обавеза контролног акционара према друштву, може се актуелизовати проблематика одговорности доминантног акционара за донету скупштинску одлуку о давању сагласности за предложене златне падобране.⁹⁴⁾

88. Види: Graham Stedman, *нав. дело*, стр. 421.

89. О примени правила пословне процене на златне падобране у судској пракси види: David V. Mauger, *нав. чланак*, стр. 348-351.

90. Види: Patrick A. Gaughan, *нав. дело*, стр. 194.

91. Према неким истраживањима, већа је вероватноћа да ће генерални директор друштва бити заштићен златним падобраном у случају да је већина независних чланова управе изабрана за време његовог мандата. Види: J. E. Core, R. W. Holthausen, D. F. Larcker, "Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, бр. 51 из 1999. године, стр. 372-373.

92. За разлику од доминантних упоредноправних решења, где су златни падобрани мера одбране управе, у Србији су златни падобрани у основи одбрамбена мера скупштине акционара. Види: ЗОПД, чл. 325; Кодекс КУ, чл. 243-244.

93. Са тим лицима уговоре закључују чланови управе, те се оправдано може поставити питање њихове одговорности.

94. У српском праву контролни акционари акционарског друштва имају дужности према друштву. Види: ЗОПД, чл. 31(1)(2).

Потенцијална одговорност чланова органа који одлучују о златним падобранима у случају поступања противно дужностима пажње или лојалности представља значајан стимуланс у правцу ограничавања накнаде за случај промене контроле.

4. Пореске дестимулације

Државе у којима не постоје значајна компанијскоправна ограничења златних падобрана, ову меру одбране ограничавају увођењем порескоправних дестимулација.⁹⁵⁾ У нашој земљи висока накнада за случај промене контроле нема специфичан порескоправни третман, већ се третира као и сваки други вид прихода чланова управе и подлеже обавези плаћања пореза на доходак грађана.⁹⁶⁾

VIII Транспарентност златних падобрана

Принцип транспарентности златних падобрана се може разложити на обавезу чињења доступним тачно одређеним лицима (право увида) и обавезу објављивања.

1. Право увида

Акционарима треба дати право увида у уговоре које је друштво закључило са својим директорима.⁹⁷⁾ Директори циљног друштва могу „да очекују да ће понудилац или потенцијални понудилац искористити своје право инспекције како би утврдио пун домаћај било којих падобрана садржаних у уговорима о вршењу услуга“.⁹⁸⁾ Енглеско право изричито прописује и јавну доступност уговора са директорима за време трајања поступка преузимања.⁹⁹⁾

2. Објављивање

Објављивање златних падобрана се може посматрати из угла компанијског права и из угла права преузимања. Правила компанијског права се пре свега фокусирају на обавезу објављивања индивидуалних накнада које су чланови управног и извршног одбора примили у претходној финансијској години (што укључује и примљене златне падобране), а тај податак се обавезно публикује у годишњем финансијском извештају.¹⁰⁰⁾ У контексту објављивања златних падобрана посебно долазе до изражаја два принципа објављивања: принцип индивидуализације и принцип новчаног изражавања свих видова накнаде.

95. Види: амерички *Internal Revenue Code*, чл. 280G; Henry F. Johnson, *нав. чланак*, стр. 127-140.

96. Види: Закон о порезу на доходак грађана („Службени гласник РС“, бр. 24/2001, 80/2002, 135/2004, 62/2006, 65/2006), чл. 13-21.

97. У енглеском праву право увида је ограничено само на уговоре који трају дуже од годину дана. Види: енглески Компанијски закон (енг. *Companies Act*) из 1985. године, СА, чл. 318.

98. Graham Stedman, *нав. дело*, стр. 423.

99. Види: енглески ССТМ, правило 26(1)(с).

Принцип индивидуализације обухвата објављивање накнаде сваког појединог члана управе, у укупном износу и рашчлањену на саставне делове. Данас је примена овог принципа врло раширена у међународној пракси.¹⁰¹⁾ Обавеза рашчлањивања накнаде на саставне елементе би требало да води одвојеном приказивању златних пагодбрана, што омогућава бољи увид у њихове економске ефекте. Са друге стране, приказивање накнаде и у укупном износу за сваког појединог члана управе је од значаја за поређење вредности златних пагодбрана са укупном накнадом члана управе.

Принцип новчаног изражавања накнаде подразумева да се сви видови накнаде чланова управе, који обухватају и златне пагодбране, морају квантификовати, тј. изразити у новчаној противвредности. На тај начин се омогућава акционарима да формирају потпунију слику о примљеној накнади сваког члана управе, а елиминирају подстицаји друштава да бирају одређене форме накнаде само да би камуфлирали праву вредност накнаде, уместо да се руководе њиховом ефикасношћу.¹⁰²⁾ Приказивање новчаног еквивалента је од посебног значаја код комплекснијих видова накнаде, попут златних пагодбрана, јер они могу садржати сложене уговорне клаузуле чији је финансијски ефекат за просечног акционара најчешће недовољно јасан.

Најдетаљнију регулативу објављивања златних пагодбрана је развила америчка Комисија за хартије од вредности. Према тим решењима друштво је обавезно да објављује следеће информације које се односе на златне пагодбране: 1) услове под којима имаоци златних пагодбрана стичу право на накнаду; 2) процењену висину накнаде која се може примити на основу златних пагодбрана; 3) одговор на питање да ли накнаду треба платити одједном или у ратама у одређеном периоду; 4) анализу специфичних фактора који утичу на висину накнаде; и 5) обавезе које терете имаоце златних пагодбрана.¹⁰³⁾ За разлику од уобичајене регулативе објављивања индивидуалних накнада, која је уперена ка прошлости (одговара на питање колику је накнаду члан управе примио у претходној пословној години), приказано америчко решење захтева објаву информација о златним пагодбранима без обзира да ли су плаћени. Према томе, код златних пагодбрана је наглашена обавеза и претходног и накнадног објављивања.

100. На више места Препорука ЕЗ о унапређењу одговарајућег режима накнаде директора котираних друштава (*Commission Recommendation fostering an appropriate regime for the remuneration of directors of listed companies, 2004/913/EC*) из 2004. године уноси промене у овакав тренд. И према њој се обавеза објављивања накнаде директора односи на примљену накнаду у претходној финансијској години, али се већи број одредаба могу тумачити знатно шире у правцу укључивања и златних пагодбрана.

101. Види: Martin Lutter, „*Korporacijsko upravljanje u Njemačkoj i Europi*“, *Pravo u gospodarstvu*, svezak 4, 2004., стр. 11.

102. Види: Lucian Arye Bebchuk, Jesse M. Fried, „*Pay Without Performance – The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*“, Harvard University Press, 2004, стр. 193-194.

103. Више види: В. Cumberland, J. D. Ivy, „*SEC Proposes to Broaden Disclosure of Golden Parachutes Payments*“, *Benefits Law Journal*, бр. 19(3) из 2006. године, стр. 51-52.

Закон о привредним друштвима посредно уводи обавезу објављивања индивидуалних златних падобрана давањем сагласности скупштине акционара на уговоре закључене са члановима управног и извршног одбора.¹⁰⁴⁾ Акционарима се, сагласно тим решењима, мора презентирати сваки предложени уговор са сваким чланом управе, што значи да ће бити објављен и предложени златни падобран. Овакво решење је из угла обавезе објављивања индивидуалних златних падобрана недовољно, јер их оно посматра само *ex ante*. Оно даје акционарима могућност да сазнају врсту и висину накнаде коју члан управе може да заради у случају преузимања контроле над друштвом, али не пружа информације о накнади коју је члан управе заиста и примио. За разлику од Препоруке ЕЗ о накнадама и добре праксе корпоративног управљања Закон о привредним друштвима „пледира за необавезност“ укључивања информација о накнадама у годишње финансијске извештаје,¹⁰⁵⁾ јер само даје могућност отвореном акционарском друштву да то учини.¹⁰⁶⁾ Ову за закон неуобичајену језичку конструкцију треба схватити као покушај законодавца да трасира пут кретању будуће српске праксе корпоративног управљања у овој области. Међутим, имајући у виду неразвијеност корпоративне културе у Србији, наметање обавезе објављивања исплаћене накнаде је у сваком случају било пожељније решење.

Кодекс корпоративног управљања је у погледу објављивања индивидуалне накнаде унапредио законску регулативу. Он у виду „примени или објасни“ правила прописује обавезу објављивања накнаде коју је сваки члан управног и извршног одбора примио од друштва у претходној пословној години, при чему се накнада мора обавезно приказати у укупном износу, али и рашчлањена на саставне делове.¹⁰⁷⁾ Према томе, примљена накнада сваког члана управе у случају преузимања контроле се објављује на два начина: самостално и као саставни део укупне накнаде. Премда ово решење сврстава наше право у ред модерних, чини се да је у нашим околностима било знатно пожељније да је Кодекс предвидео и минималан садржај информација о златним падобранима које се објављују, при чему се друштвима оставља слобода да тај круг података прошире ако то сматрају пожељним.

Право преузимања има две одредбе које се директно односе на објављивање информација о златним падобранима. Прво, обавезан саставни део саопштења управе у вези са јавном понудом за преузимање јесу и одредбе уговора између циљног друштва и сваког од чланова управе, којима се даје право на високу накнаду у случају престанка уговора по преузимању контроле.¹⁰⁸⁾ Циљ овог правила није објављивање златних падобрана, већ омогућавање акционарима циљног друштва да на правилан начин тумаче саопштење управе.

104. Види: ЗОПД, чл. 325(4-6).

105. Види: Мирко Васиљевић, „Корпоративно управљање – правни аспекти“, Правни факултет Универзитета у Београду и Профинвест, Београд, 2007., стр. 198.

106. Види: ЗОПД, чл. 325(6).

107. Види: Кодекс КУ, чл. 239(1).

108. Види: енглески ССТМ, правило 25(4) и прва забелешка уз ово правило.

Најдалекосежнији утицај има одредба Директиве ЕЗ о преузимању која предвиђа обавезу објављивања „свих уговора између друштва и чланова управе или запослених, којима се обезбеђује накнада у случају вољног отказа, проглашења за вишак без оправданог разлога или престанка уговора о раду због јавне понуде за преузимање“.¹⁰⁹⁾ И поред језичке непрецизности ове одредбе, јасно је да Директива захтева од држава чланица да златне падобрране учине транспарентним.¹¹⁰⁾

IX Сребрни и бакарни падобррани

Мање познате и ређе коришћене варијације златних падобррана су сребрни и бакарни падобррани. Сребрни падобррани (енг. *silver parachutes*) се од златних разликују искључиво у висини накнаде која се обећава њиховим имаоцима.¹¹¹⁾ Накнаде су ниже, због чега ова врста падобррана има слабије дејство на потенцијална преузимања.

Последњих година све већи број друштава прихвата тзв. бакарне падобрране (енг. *tin parachutes*).¹¹²⁾ Бакарни падобррани су накнаде које се нуде знатно ширем кругу лица у друштву у случају промене контроле.¹¹³⁾ Од златних падобррана се разликују по смањеном износу накнаде и већем броју ималаца. Висина накнаде се типично одређује на основу дужине радног стажа.¹¹⁴⁾ Тако се, на пример, може предвидети да сва запослена лица са радним стажом дужим од годину дана имају право на шест месечних зарада, док запослени са стажом дужим од три године имају право на годишњу месечну зарату. Као мера одбрране од преузимања, бакарни падобррани могу одвратити само оне понудиоце који намеравају да по окончању поступка преузимања отпусте велики број радника.¹¹⁵⁾

Према нашим радноправним прописима логици бакарних падобррана одговара исплата отпремнине запосленима за чијим радом је престала потреба.¹¹⁶⁾ Због тога не треба очекивати да ће бакарни падобррани бити широко заступљени у Србији.

109. *Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 april 2004 on takeover bids, Official Journal L 142* од 30.4.2004. године, чл. 10(1)(к).

110. Исто важи и за танке падобрране. Види: Silja Maul, Danièle Muffat-Jeandet, „Die Übernahmerichtlinie – Inhalt und Umsetzung in nationales Recht (Teil II)“, Die Aktiengesellschaft, бр. 6 из 2004. године, стр. 309.

111. Види: Andreas Bohrer, *нав. дело*, стр. 350.

112. Иако су лимени падобррани буквални превод, у овом раду ће се користити термин бакарни падобррани.

113. Види: William J. Carney, *нав. дело*, стр. 138.

114. Види: Arthur Fleischer, Jr., Alexander R. Sussman, *нав. дело*, стр. 7.24.

115. Види: Patrick J. Ryan, „Corporate Directors and the ‘Social Costs of Takeovers’ – Reflections on the Tin Parachute“, *Tulane Law Review*, бр. 64 из 1989. године, стр. 19.

116. Види: Закон о раду („Службени гласник РС“, бр. 24 и 61 из 2005. године), чл. 158-160.

X Закључне опсервације

Златни падобрани као особена врста накнаде члановима управе подлежу примени основних принципа корпоративног управљања који се везују за накнаду. У том контексту посебан значај има прокламована потреба повезивања интереса чланова управе са дугорочним интересима друштва и његових акционара, утицај правила пословне процене и фидуцијарних дужности на адекватност врсте и висине златних падобрана, наглашена улога независних директора (најчешће организованих у оквиру комисије за накнаде) у поступку утврђивања златних падобрана, објављивање накнаде у укупном износу и одвојено објављивање златних падобрана за сваког члана управе.

У односу на тржиште корпоративне контроле златне падобране одликује инхерентна амбивалентност. Према се они најчешће у литератури третирају мерама одбране акционарског друштва од преузимања контроле, анализе показују да златни падобрани могу имати и супротан ефекат, а он се састоји у подстицању развоја тржишта преузимања. Дилема између примене принципа неутралности и принципа слободног одлучивања управе, која се поставља пред сваког законодавца, директно утиче на овлашћења управе да усвајају златне падобране, а посредно има ефекта и на тржиште корпоративне контроле. Право преузимања је, са идејом заштите мањинских акционара циљног друштва, увело низ других правила која се односе и на златне падобране (на пример, проширен је обавезан садржај саопштења управе циљног друштва у вези са јавном понудом за преузимање), која могу дестимулативно утицати на популарност ове мере одбране.

Vuk Radović, Ph.D, LL.M.

Assistant Professor, University of Belgrade School of Law

GOLDEN PARACHUTES, CORPORATE GOVERNANCE, AND MARKET FOR CORPORATE CONTROL

Summary

This article deals with golden parachutes and their impact on the market for corporate control. The term “golden parachutes” is used to describe high compensations promised to all those persons who hold important managerial positions in the company in case of change of corporate control. In the first part of the paper the author describes major arguments in favor and against entering into contracts with this type of compensation, and concludes that these arguments are rather balanced. Therefore, an undoubtfull answer regarding the favorability of golden parachutes cannot be given. The following part of the article explores in more detail the ambivalent nature and influence of golden parachutes on the development of the market for corporate control. At the same time they can

represent an obstacle for making takeover bids, as well as the method for stimulating the development and frequency of takeovers. Regarding the content of the agreement that contains golden parachutes, the author gives answers to the following questions: who can be a parachute holder, what is the legal basis of the golden parachute, when does the parachute holder acquire the right for compensation, what does this compensation include, how lucrative it can get, when do the parachute holders lose their rights based on the agreement? The next part of the article shows the most important legal limitations to adopting golden parachutes: the unavailability of repressive golden parachutes because of the applicability of the duty of neutrality, limitations regarding the amount of compensation, fiduciary duties and tax disadvantages. The last part of the paper deals with the golden parachute transparency, which consists of the right to be informed about their content and the disclosure obligations.

The major incentive for writing this paper was found in the anticipated takeover fever in our country when the analysis of golden parachute influence compared to other defensive tactics will be very significant. On the other hand, golden parachutes as a specific type of executive compensation must be seen and discussed in view of generally accepted principles and developed practice of good corporate governance. Therefore, in this article the purpose and importance of golden parachutes was discussed bearing in mind the interaction of takeover law and corporate governance.

Keywords: *golden parachutes, defensive tactics, compensation, duty of neutrality, market for corporate control, takeovers.*