



Ένωση Εισηγμένων Εταιρειών

Υπόμνημα για το υπό διαβούλευση Νομοσχέδιο περί Εταιρικής Διακυβέρνησης

Απρίλιος 2020

1. Απόψεις επί του νομοσχεδίου

Η ΕΝ.ΕΙΣ.ΕΤ. έχει την πάγια θέση ότι τα ζητήματα που εντάσσονται στην θεματική της εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να ρυθμίζονται με μη αναγκαστικού δικαίου διατάξεις, όπου χωρεί δυνατότητα αποκλίσεων. Αυτή είναι εξάλλου και η επιλογή πολιτικής της ενωσιακής νομοθεσίας, η οποία περιορίζεται στην κατ' αναγκαστικού δικαίου παρουσίαση του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζει η εταιρεία. Η επιλογή αυτή αντανακλάται επίσης και στις νομοθεσίες των περισσότερων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Επιπλέον ως προς το θέμα της έκτασης των οριζόντια υποχρεωτικών ρυθμίσεων που εισάγει το νομοσχέδιο, η άποψη της ΕΝ.ΕΙΣ.ΕΤ. είναι ότι δεν είναι όλες οι εισηγμένες εταιρείες ίδιες και η ενιαία νομοθετική προσέγγιση ανόμοιων καταστάσεων προκαλεί μη επιτρεπτό διοικητικό βάρος και έχει σημαντικές αρνητικές εξωτερικότητες. Μεγάλες εταιρείες που θα μπορούσαν να επωμιστούν το διοικητικό βάρος αυστηρών οργανωτικών και λειτουργικών απαιτήσεων, ίσως να πρέπει να διαφοροποιηθούν με βάση αντίστοιχες απαιτήσεις άλλων διεθνών κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης τους οποίους πρέπει να εφαρμόσουν λόγω παρουσίας τους στην αλλοδαπή ή αλλοδαπών επενδυτών. Η επαύξηση των υποχρεώσεων χωρίς αποκλίσεις σε επίπεδο ελληνικού νόμου μπορεί απλά να οδηγήσει σε έξοδο τους από το ελληνικό χρηματιστήριο. Μικρότερες εταιρείες μπορεί να είναι πολύ μικρές για διακριτές επιτροπές, με πλειοψηφία ανεξαρτήτων μελών και διακριτούς προέδρους και το μεγάλο αριθμό μελών ΔΣ που αυτές συνεπάγονται (αποκλειστικά μη εκτελεστικά μέλη σε κάθε επιτροπή εκ των οποίων τα 2 ανεξάρτητα και με διαφορετικούς Προέδρους), διακριτές λειτουργίες διαχείρισης κινδύνων, εσωτερικού ελέγχου και κανονιστικής συμμόρφωσης. Η πλειονότητα των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών είναι, για τα ευρωπαϊκά επίπεδα, εισηγμένες εταιρείες μικρής ή μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Η Ευρωπαϊκή Ένωση Εισηγμένων Εταιρειών «European Issuers», στο διοικητικό συμβούλιο της οποίας μετέχουμε, τοποθετεί το όριο για το χαρακτηρισμό μιας εισηγμένης ως μικρομεσαίας στο 1 δις κεφαλαιοποίηση. Βλ. <http://www.europeanissuers.eu/positions/files/view/5aec85df0981c-en>.

Αντίθετα με την επιλογή πολιτικής του συγκεκριμένου νομοθετήματος το ζήτημα της χρηματοδότησης και λειτουργίας εισηγμένων εταιρειών με μικρή κεφαλαιοποίηση σε ευρωπαϊκό επίπεδο αντιμετωπίζεται με μια προσπάθεια περιστολής του διοικητικού βάρους (ειδικές αγορές - SMEs Growth Market MiFID II- και ειδικοί κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης για μικρομεσαίες εισηγμένες εταιρείες – https://en.wikipedia.org/wiki/QCA_Corporate_Governance_Code

- ειδικές στρατηγικές από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή για μείωση του κόστους για μικρομεσαίες εισηγμένες εταιρείες - https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/sme-listing-public-markets_en).

Βασιλίσσης Σοφίας 82, 11528, Αθήνα
Τηλ.: 210–3641742 Email: info@eneiset.gr Website: www.eneiset.gr

Μέλος της EuropeanIssuers

Οι ανωτέρω βασικές αρχές: 1. της πρόβλεψης δυνατότητας αποκλίσεων κατόπιν εξηγήσεων “comply or explain” και 2. της πρόβλεψης ευελιξίας και παραμετροποίησης των ρυθμίσεων με βάση την αρχή της αναλογικότητας, αποτελούν ακρογωνιαίους λίθους των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης παγκοσμίως, όπως προκύπτει και από την τελευταία έκθεση του ΟΟΣΑ (OECD corporate governance factbook 2019), όπου αναλύεται ότι η συντριπτική πλειοψηφία των χωρών στηρίζεται σε «ήπιο δίκαιο» (“soft law”), ενώ μόλις το 11% των χωρών στηρίζεται σε ένα συνδυασμό αναγκαστικού και ήπιου δικαίου. Μόνο 3 χώρες ρυθμίζουν τα θέματα αυτά με αναγκαστικού δικαίου διατάξεις και αυτές είναι η Ινδία, η Κίνα και οι ΗΠΑ, καμία εκ των οποίων δεν ανήκει στους άμεσους ανταγωνιστές μας. Επίσης, με βάση την ίδια έκθεση, στη μεγάλη πλειονότητα των χωρών προβλέπονται αποκλίσεις για λόγους ευελιξίας και αναλογικότητας στις ρυθμίσεις που εισάγονται, κυρίως δε στους κανόνες σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου και τη λειτουργία επιτροπών, οι οποίοι στο προτεινόμενο νομοσχέδιο εμφανίζονται ως ανελαστικοί. Μάλιστα ο ίδιος ο ΟΟΣΑ ρητώς επισημαίνει ότι: ***“The G20/OECD Principles therefore state that policy makers have a responsibility to put in place a framework that is flexible enough to meet the needs of corporations that are operating in widely different circumstances, facilitating their development of new opportunities and the most efficient deployment of resources”.***

Πέρα όμως από τα ανωτέρω ζητήματα αρχών το υπό διαβούλευση νομοσχέδιο εγείρει και άλλα ζητήματα πολιτικής. Εκτός από τα κατ’ ιδίαν θέματα που αναλύονται κατωτέρω κατ’ άρθρο, επισημαίνουμε γενικά τα εξής:

1. Κατά ρητή πρόβλεψη του, το νομοσχέδιο εισάγει ειδικότερους κανόνες σε σχέση με τον ν. 4548/2018 επηρεάζοντας έτσι προς το χειρότερο το πλαίσιο της ευθύνης των μελών του διοικητικού συμβουλίου, εισάγοντας ένα ατυχή και πρωτοφανή διαχωρισμό αρμοδιοτήτων εντός του ΔΣ και αυξημένο κίνδυνο οργανωτικού πταίσματος. Ωστόσο, η οργάνωση αποτελεσματικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης είναι προληπτικό μέτρο υποκατάστασης της ευθύνης και όχι απαραίτητα μέτρο εκ των υστέρων καθορισμού αυτής. Η συνεχής επαύξηση των ευθυνών ενός μέλους ΔΣ θα οδηγήσει σε ένα “lemon market”. Ικανά πρόσωπα που πραγματικά μπορούν να συνεισφέρουν δεν θα αναλαμβάνουν θέσεις ευθύνης καθώς ο κίνδυνος ευθύνης θα είναι αυξημένος και μάλιστα απεριόριστος και μη μετρήσιμος. Για παράδειγμα, ούτε στη σύσταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ούτε στον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης του Μεγάλου Βασιλείου υπάρχει ειδική αναφορά ότι σκοπός των ανεξαρτήτων μελών είναι ο έλεγχος των εκτελεστικών μελών. Σκοπός της συμμετοχής μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών είναι η διεύρυνση των διαφορετικών φωνών και απόψεων στο Διοικητικό Συμβούλιο ώστε να λαμβάνονται πιο αντικειμενικές αποφάσεις = ποικιλομορφία – diversity. Επίσης κάποιες διατάξεις εισάγουν κανόνες εταιρικού δικαίου, όπως οι κανόνες απαρτίας του ΔΣ στο άρθρο 6 και όχι ρυθμίσεις εταιρικής διακυβέρνησης.
2. Άλλες πάλι διατάξεις χρήζουν βελτίωσης καθώς αδικαιολόγητα εισάγουν διοικητικό βάρος (με την πρόβλεψη πολλαπλών επιτροπών και κόστους). Για παράδειγμα, εισάγονται υποχρεωτικά τρεις επιτροπές (δύο νέες και η υφιστάμενη επιτροπή ελέγχου), οι οποίες απαρτίζονται κατά πλειοψηφία από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη και ο πρόεδρος τους είναι ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος ΔΣ. Ωστόσο, ο ελάχιστος αριθμός ανεξαρτήτων μελών είναι 3, άρα θα πρόκειται για 3 επιτροπές με την ίδια ή παρεμφερή σύνθεση οι οποίες όμως θα λειτουργούν διακριτά παρά τις εσωτερικές επικαλύψεις μελών. Και διερωτάται κανείς ποια είναι η ουσιαστική αξία μιας τέτοιας ρύθμισης πέρα από την εισαγωγή επιπλέον διαδικασιών τυπικής φύσεως, αντί να υπήρχε μία επιτροπή; Και γιατί να υπάρχει μία επιτροπή σε μικρές εταιρείες, αν σε αυτή συμμετέχουν όλα τα ανεξάρτητα

μέλη, τα οποία έτσι και αλλιώς μπορούν να ασκήσουν αυτά τα καθήκοντα και να τους ανατεθούν αυτές οι αρμοδιότητες εντός του ΔΣ;

3. Με το προς διαβούλευση νομοσχέδιο εισάγονται επιπλέον υποχρεώσεις για τις εισηγμένες εταιρείες για ζητήματα τα οποία ρυθμίζει αναλυτικά η ενωσιακή νομοθεσία και μάλιστα πολλές φορές με διατάξεις πλήρους εναρμόνισης. Ενδεικτικά αναφερόμαστε στο άρθρο 23 αναφορικά με τη δήλωση going concern, η οποία έρχεται σε αντίθεση με διατάξεις του κανονισμού για την κατάχρηση αγοράς, ο οποίος υποχρεώνει άμεσα τις εταιρείες σε σχετικές δηλώσεις αλλά και σε αναβολή δημοσιοποίησης εάν βρίσκονται σε διαδικασία διαπραγμάτευσης, την οδηγία για τη διαφάνεια που ρυθμίζει τα ζητήματα των διαρκών υποχρεώσεων των εισηγμένων εταιρειών και τα ΔΠΧΑ.
4. Επιπλέον, θεωρούμε ατυχή και επικίνδυνη την επέκταση υποχρεώσεων διακυβέρνησης που σχετίζονται με πιστωτικά ιδρύματα ή εταιρείες του χρηματοπιστωτικού τομέα αδιακρίτως και στις εισηγμένες εταιρείες, καθώς κάτι τέτοιο είναι αντίθετο με το ενωσιακό κεκτημένο, όπου η ρύθμιση αυτή περιορίζεται μόνο σε αυτές τις εταιρείες αλλά και παρ'όρα το λόγο που οι εταιρείες αυτές αντιμετωπίζονται βαρύτερα, ήτοι το συστημικό κίνδυνο που ελλοχεύει από μια αποτυχία τους.

Προφανώς ρυθμίσεις που επαυξάνουν τις υποχρεώσεις των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών σε αυτούς τους τομείς δεν ωφελούν την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής αγοράς και των επιχειρήσεων, καθώς αυξάνουν το κόστος των ελληνικών εισηγμένων που έχουν να ανταγωνιστούν ήδη πολύ μεγαλύτερες αλλοδαπές εταιρείες με καλύτερους όρους πρόσβασης σε φθηνή χρηματοδότηση και πέρα από τις δυσχέρειες της παρατεταμένης ύφεσης και κρίσης έχουν πλέον να αντιμετωπίσουν και ένα αυστηρότερο κανονιστικό περιβάλλον λειτουργίας.

5. Επίσης προβληματική είναι και η υπαγωγή του συνόλου των ρυθμίσεων στην εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Δηλαδή η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θα είναι υπεύθυνη να παρακολουθήσει το διαχωρισμό αρμοδιοτήτων εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών ΔΣ, αλλά και της καταλληλότητας των μελών ΔΣ και της δυνατότητας συνέχισης της λειτουργίας της εταιρείας; Πρόκειται για μια αδύνατη εποπτικά άσκηση με τεράστιους κινδύνους και ευθύνες και ένα μοντέλο μικρο-διαχείρισης από τον επόπτη των εταιρειών που αποτελούν την αιχμή του δόρατος της ελληνικής οικονομίας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η ειδική έγκριση της πολιτικής καταλληλότητας των μελών ΔΣ από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή η εποπτεία των αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών.
6. Τέλος, είναι αδιανόητη και προφανώς ξεχάστηκε η πρόβλεψη μεταβατικών διατάξεων.

Κατά τη γνώμη μας, το εν λόγω νομοθέτημα, στο σύνολο του, δεν προάγει την ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και σίγουρα όχι την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών επιχειρήσεων, ούτε είναι ικανό να φέρει επενδυτές από το εξωτερικό επειδή θα αυξήσουμε τα ανεξάρτητα μέλη από 2 σε 3 ή θα εισαγάγουμε κάποιες επιτροπές.

2. Προτάσεις

Τί πρέπει να γίνει λοιπόν; Κατά τη γνώμη μας, απαιτείται ένας ειλικρινής επαναπροσδιορισμός της πολιτικής μας ως χώρα στο θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης. Αυτό απαιτεί τα εξής βήματα:

- i. Αξιολόγηση της παρούσας κατάστασης**
- ii. Ενδοσκόπηση της ελληνικής αγοράς**
- iii. Απομάκρυνση από προκαταλήψεις του Έλληνα νομοθέτη**
- iv. Αναθεώρηση των στόχων πολιτικής ως προς την εταιρική διακυβέρνηση**
- v. Καθορισμός νέων μηχανισμών επίτευξης στόχων**

I. Αξιολόγηση της παρούσας κατάστασης

Είναι αληθές ότι το επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης των περισσότερων εισηγμένων εταιρειών είναι χαμηλό. Περιορίζεται σε μια απλά τυπική συμμόρφωση με τις διατάξεις του ν. 3016/2002, χωρίς περαιτέρω εξειδίκευση και εμβάθυνση, οι περισσότερες δε εταιρείες περιορίζονται αποκλειστικά στη συμμόρφωση με τις διατάξεις αυτές. Ο κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης έχει πολύ μικρή ως ελάχιστη διείσδυση, ενώ οι περισσότερες δηλώσεις εταιρικής διακυβέρνησης είναι απολύτως «επιδερμικές». Πολλές δε εταιρείες ακόμη και σε αυτό το καθεστώς θα επιθυμούσαν να φύγουν από το χρηματιστήριο.

ii. Ενδοσκόπηση της Ελληνικής Αγοράς

Με βάση πρόσφατη έρευνα (ερωτηματολόγιο) της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, κύριο χαρακτηριστικό της ελληνικής αγοράς είναι η πολύ χαμηλή διασπορά. Σχεδόν στο 80% των εταιρειών βασικοί μέτοχοι κατέχουν άνω του 50% (110 από 142 εταιρείες) (86% στη μικρή κεφαλαιοποίηση – καμία με ευρεία διασπορά χωρίς μέτοχο πλειοψηφίας κάτω του 25%). Αντίθετα αυτό συμβαίνει μόλις στο 13% στις εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Σχεδόν στο 40% των εταιρειών το ποσοστό του μεγαλομέτοχου υπερβαίνει το 75%. Ενώ με στάθμιση βάσει κεφαλαιοποίησης, βασικοί μέτοχοι κατέχουν περίπου το 56% (διάμεσος 70%).

Τα στοιχεία αυτά σε διεθνές επίπεδο διαμορφώνονται ως εξής: Με εξαίρεση τις αγορές των ΗΠΑ και της Μεγάλης Βρετανίας 3 βασικοί επενδυτές έχουν άνω το 50% στις περισσότερες από 28.000 εταιρείες σε 85 χώρες παγκοσμίως, ενώ στο 70% των περιπτώσεων ο έλεγχος ανήκει σε οικογένειες (σχεδόν 45%) και ιδιωτικές εμπορικές και βιομηχανικές εταιρείες (Aminadav, Gur and Elias Papaioannou (2016), “Corporate Control around the World”, Working Paper, London Business School).

Είναι προφανές ότι οι οικογενειακές εισηγμένες δεν είναι αποκλειστικά ένα ελληνικό φαινόμενο που απαιτεί ειδικές ρυθμίσεις στην Ελλάδα. Αντίθετα πρόβλημα δημιουργείται λόγω του χαμηλότερου από το μέσο όρο διεθνώς ποσοστού διασποράς στην Ελλάδα κυρίως στις εταιρείες με μικρή κεφαλαιοποίηση. Αυτό απαιτεί άλλου είδους ρυθμίσεις όχι σε επίπεδο ΔΣ αλλά σε επίπεδο δικαιωμάτων μειοψηφίας, ή επαναπροσέγγιση του ζητούμενου ελάχιστου ποσοστού διασποράς για εισαγωγή στη ρυθμιζόμενη αγορά του χρηματιστηρίου. Επίσης η διαφορά στη διασπορά ανάμεσα σε εταιρείες μικρής και μεγάλης κεφαλαιοποίησης είναι ουσιαστική διαφοροποίηση που απαιτεί διαφορετικές στρατηγικές ως προς το ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης.

Επιπλέον, τυπικά τουλάχιστον, διαθέτουμε 17 εισηγμένες εταιρείες ανά 1 εκ. κατοίκους. Αντίστοιχα ο αριθμός εταιρειών ανά 1 εκ. κατοίκους (2018) στην Ευρωπαϊκή Ένωση ανέρχεται σε 12 εταιρείες, στη Γερμανία 5,5, στις ΗΠΑ 13 και μόνο στην Αγγλία ανέρχεται σε 33 εταιρείες. Κατά συνέπεια, έχουμε περισσότερες εισηγμένες εταιρείες κατά κεφαλήν από την υπόλοιπη Ευρώπη και μάλιστα από μεγάλες αναπτυγμένες οικονομίες, ακόμα και τις ΗΠΑ (με εξαίρεση την Αγγλία). Αντίθετα, η σχέση αξίας χρηματιστηριακής αγοράς προς ακαθάριστο εθνικό προϊόν ανέρχεται στην Ελλάδα (2019) σε μόλις περίπου 28%, ενώ οι αντίστοιχες τιμές για το 2017 στην Ευρωπαϊκή

Ένωση ήταν 77,9% στις ΗΠΑ 165,7% και στην Ελβετία 204% (Πηγή 2017 World Bank). Ως ακολούθως, η κεφαλαιοποίηση των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών είναι πολύ χαμηλή, ενδεχόμενα αλλά όχι αποκλειστικά λόγω και της ελληνικής οικονομικής κρίσης. Τα στοιχεία αυτά είναι σημαντικά για την διαμόρφωση προτεραιοτήτων και πολιτικών. Πριν όμως θα πρέπει να απεκδυθούμε κάποιες προκαταλήψεις που ακολουθούν τη νομοθέτηση των τελευταίων χρόνων.

iii. Απομάκρυνση από προκαταλήψεις του Έλληνα νομοθέτη

Ο δημόσιος διάλογος για την εταιρική διακυβέρνηση διακατέχεται, κατά τη γνώμη μας, από μια σειρά μη παραγωγικών προκαταλήψεων:

- 1. Η υιοθέτηση νομοθετικών ρυθμίσεων απαιτείται γιατί στην Ελλάδα δεν συμμορφωνόμαστε με μέτρα ήπιας νομοθεσίας. Άρα δεν αρκούν κανόνες που επιτρέπουν αποκλίσεις όπως ο κανόνας “comply or explain”.**

(Απάντηση)

Ο κανόνας *comply or explain* είναι κανόνας εταιρικού δικαίου. Η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης προβλέπεται ρητώς ως στοιχείο της ετήσιας έκθεσης. Μη συμμόρφωση με τον κανόνα επισύρει κυρώσεις (άρθρο 152 ν. 4548/2018). Η εταιρική διακυβέρνηση είναι περισσότερο διοίκηση και όχι δίκαιο. Υπερβολική έμφαση σε μια συμμόρφωση με συγκεκριμένους κανόνες δικαίου «μειώνει» την αξία ενός κώδικα και άλλων μέτρων ήπιας νομοθεσίας. Η ΕΕ έχει ήδη επιλέξει το μοντέλο της ήπιας νομοθεσίας με την ενωσιακού δικαίου ρύθμιση της δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης, ενώ ελάχιστες χώρες έχουν νόμους για την εταιρική διακυβέρνηση.

- 2. Ένας νόμος για την εταιρική διακυβέρνηση επιτρέπει την τυπική συμμόρφωση με τις απαιτήσεις και μειώνει το κόστος συμμόρφωσης**

(Απάντηση)

Ειδικά στην εταιρική διακυβέρνηση δεν είναι το ζητούμενο μια τυπική συμμόρφωση (*tick the box*). Επίσης, με δεδομένο ότι κάθε εταιρεία είναι διαφορετική, δεν υπάρχει ένα μόνο μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης. Όποια πολιτική εταιρικής διακυβέρνησης, πρέπει να ενισχύει την ουσιαστική συμμόρφωση και την ποικιλομορφία. Από την ποικιλομορφία έρχεται η ανάπτυξη και η επιτυχία.

Παράδειγμα 1: Η google (Alphabet Inc) με κεφαλαιοποίηση σχεδόν 850 δις, διαθέτει δύο κατηγορίες μετοχών (τις μετοχές των επενδυτών και τις μετοχές των ιδρυτών που έχουν 10 φορές περισσότερα δικαιώματα ψήφου). Έτσι, παρά τη μεγάλη διασπορά των μετοχών της, τον έλεγχο έχουν ακόμη οι ιδρυτές.

Παράδειγμα 2: Πού αντιπροσωπεύονται καλύτερα τα συμφέροντα των μετόχων της μειοψηφίας, σε ένα διοικητικό συμβούλιο με 2 ανεξάρτητα μέλη (υφιστάμενη ρύθμιση του 3016/2002) ή 3 (νέα ρύθμιση) ή με μία καταστατική ρύθμιση όπου το ΔΣ εκλέγεται με ψηφοδέλτια με αναλογική εκπροσώπηση όλων των μετόχων (προβλέπεται στον ν. 4548/2018); Η τελευταία ρύθμιση δεν αρκεί ως πρακτική για τη σύνθεση του ΔΣ με τον ν. 3016/2002 ούτε με το παρόν νομοσχέδιο.

- 3. Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ ελέγχουν και εποπτεύουν τα εκτελεστικά μέλη.**

(Απάντηση)

Ούτε στη σύσταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ούτε στον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης του Μεγάλου Βασιλείου υπάρχει σχετική τέτοια ρύθμιση. Σκοπός της συμμετοχής μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών είναι η διεύρυνση των διαφορετικών φωνών και απόψεων στο Διοικητικό Συμβούλιο, ώστε να λαμβάνονται πιο αντικειμενικές αποφάσεις =

ποικιλομορφία – diversity. Η απόδοση ρόλου επόπτη στα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη προσαυξάνει την ευθύνη τους. Το ρόλο εποπτείας της διοίκησης της εταιρείας έχει συλλογικά το ΔΣ. Σημασία έχει να προσελκύσουμε επιτυχημένους ανθρώπους που θα θέλουν να μοιραστούν χρόνο από την επιτυχημένη καριέρα τους με την εταιρεία και όχι να τους καταστήσουμε εσωτερικούς ελεγκτές. Ας αναρωτηθεί κανείς αν, αφού ένας δικηγόρος περιέγραφε στον Bill Gates τις ευθύνες του ως ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος ΔΣ μιας ελληνικής εισηγμένης εταιρείας, θα αποδεχόταν το διορισμό του, για να γίνει αντιληπτό πού είναι το πρόβλημα στελέχωσης των περισσότερων ΔΣ. Ούτε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στην τελευταία αρμοδιότητά της για τον ορισμό προσωρινών διοικήσεων με απόφαση δικαστηρίου δεν μπορεί να βρει άτομα εγνωσμένου κύρους και εισηγείται νομοθετικές ρυθμίσεις για την απαλλαγή των προσώπων αυτών από τη σχετική ευθύνη. Πώς λοιπόν θα βρουν οι εταιρείες όλα αυτά τα μέλη ΔΣ που απαιτούνται υπό τις παρούσες συνθήκες;

4. Σημαντικό μέτρο εταιρικής διακυβέρνησης είναι η επαύξηση της ευθύνης του ΔΣ
(Απάντηση)

Η οργάνωση αποτελεσματικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης είναι προληπτικό μέτρο υποκατάστασης της ευθύνης η οποία εμφανίζεται όταν δεν υπάρχει αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση.

Η συνεχής επαύξηση των ευθυνών ενός μέλους ΔΣ θα οδηγήσει σε ένα “lemon market”. Ικανά πρόσωπα που πραγματικά μπορούν να συνεισφέρουν δεν θα αναλαμβάνουν θέσεις ευθύνης. Χαρακτηριστικό παράδειγμα της ακραίας νομολογιακής μεταχείρισης είναι η ευθύνη του ΔΣ για τα μέτρα πυρόσβεσης στο υποκατάστημα τράπεζας. Αντίθετα προς τη σωστή κατεύθυνση κινούνται οι διατάξεις του ν. 4548/2018.

5. Η επαύξηση της προστασίας των επενδυτών θα φέρει νέες επενδύσεις
(Απάντηση)

Η θεωρία, οι εμπειρικές μελέτες και οι αγορές καταδεικνύουν ότι δεν είναι αυτός ο καθοριστικός παράγοντας, αλλά η διαμόρφωση εμπιστοσύνης μεταξύ των επενδυτών και των θεσμών που πρωτοστατούν σε κάθε αγορά. Ιστορικά, η νομοθετική παρέμβαση στη διαμόρφωση ενός υποχρεωτικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης οδήγησε σε ένα σύστημα “insiders” και όχι “outsiders”, παράδειγμα η μεταπολεμική Ιαπωνία (Franks and Mayer 2017). Ο επενδυτής εξάλλου μπορεί να προστατευθεί φθηνά με την μέθοδο της διασποράς. Θα πρέπει επιτέλους να απομακρυνθούμε από το μοντέλο του προστατευόμενου εγκλωβισμένου μικροεπενδυτή. Οι αγορές που θα επικρατήσουν είναι αυτές με τη μεγαλύτερη ρευστότητα “liquidity bias”.

iv. Αναθεώρηση των στόχων πολιτικής ως προς την εταιρική διακυβέρνηση

Κατά την άποψη της ΕΝ.ΕΙΣ.ΕΤ., οι στόχοι της όποιας πολιτικής εταιρικής διακυβέρνησης για μια ανταγωνιστική και σύγχρονη αγορά θα πρέπει να είναι οι κάτωθι:

- Ειδικό ζήτημα προς επίλυση στην Ελληνική αγορά:
 - σχέσεις μειοψηφίας πλειοψηφίας και όχι ΔΣ – μετόχων
 - αύξηση διασποράς
- Στόχευση στην ουσιαστική συμμόρφωση
- Στόχευση στην παραμετροποίηση και ενίσχυση της ποικιλομορφίας και διαφοροποίησης των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης (diversity)
- Βελτιστοποίηση και ενίσχυση της διαφοροποίησης σε επίπεδο ΔΣ

- Έμφαση στη διαφάνεια και τη διασύνδεση της εταιρικής διακυβέρνησης με την ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης.
- Τα ζητήματα της ευθύνης είναι ζητήματα εταιρικού δικαίου και δεν θα πρέπει να παρεμβαίνει ο νομοθέτης της κεφαλαιαγοράς.
- Διευκόλυνση εξόδου από το Χρηματιστήριο Αθηνών των εταιρειών που δεν επιθυμούν πλέον να είναι εισηγμένες. Δυνατότητα να συνεχίζουν να διαπραγματεύονται σε μια εναλλακτική αγορά με ελαφρύτερους κανόνες.

v. Καθορισμός νέων μηχανισμών επίτευξης στόχων

- Απομάκρυνση από τη στρατηγική της υιοθέτησης ανελαστικών νομοθετικών ρυθμίσεων (one size fits all) - Κατάργηση του ν. 3016/2002. Ενίσχυση του ρόλου του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης και άλλων αντίστοιχων πρωτοβουλιών της αγοράς με υποχρεωτική συμμόρφωση των εταιρειών με ευρέως αναγνωρισμένο κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης.
- Οι πρωτοβουλίες της αγοράς για την σύνταξη κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης δεν θα πρέπει να περιλαμβάνουν κόστος συμμετοχής και θα πρέπει να επιδιώκουν τη μέγιστη δυνατή συμμετοχή.
- Εφόσον κριθεί απαραίτητη η θεσμοθέτηση κάποιων ελάχιστων κανόνων, δεν θα πρέπει να γίνει εις βάρος ενός συνεκτικού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, ενώ και για τους κανόνες αυτούς θα πρέπει να προβλέπεται επαρκής ευελιξία και παραμετροποίηση με βάση τις αρχές της αναλογικότητας. Επίσης, θα πρέπει να προβλέπεται η δυνατότητα μη εφαρμογής κάποιων εκ των κανόνων με απόφαση της γενική συνέλευσης της εταιρείας, εφόσον δεν αντιλέγει η μειοψηφία και κατόπιν τεκμηριωμένης έκθεσης του ΔΣ.
- Ενίσχυση της ποιότητας της δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης (άρθρο 152 Ν.4548/2018) με αυξημένες εποπτικές αρμοδιότητες της ΕΚ ως προς την ποιότητα των εξηγήσεων για τις αποκλίσεις από τον κώδικα που επιλέγουν να εφαρμόσουν.
- Διευκόλυνση της διεύρυνσης της μορφολογίας των διοικητικών συμβουλίων των εισηγμένων εταιρειών μέσω της δυνατότητας υιοθέτησης διαφόρων μορφών εκλογής μελών ΔΣ πχ μέσω ψηφοδελτίων αναλογικής εκπροσώπησης όλων των μετόχων ή ρεαλιστικής περιγραφής του ρόλου των ανεξαρτήτων μελών και του τρόπου αξιολόγησης της ανεξαρτησίας τους.
- Υιοθέτηση πιστοποιητικού εταιρικής διακυβέρνησης κατά τα πρότυπα του φορολογικού πιστοποιητικού ή υιοθέτηση σε επίπεδο αγοράς scoring εταιρικής διακυβέρνησης.
- Μείωση του κόστους εποπτείας για τις εισηγμένες εταιρείες που έχουν αναπτυγμένα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης.
- Δημιουργία αγοράς Μικρομεσαίων Εισηγμένων Επιχειρήσεων ως Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης με ακόμη λιγότερες υποχρεώσεις.

3. Ανάλυση κατ' άρθρο

Άρθρο 2

Θα πρέπει να εξαιρεθούν οι εταιρείες που δεν έχουν εισαγάγει μετοχικούς τίτλους σε ρυθμισμένη αγορά. Η επιπλέον τήρηση υποχρεώσεων για εταιρείες που έχουν εισαγάγει απλά ομολογίες συνιστά επιπλέον επιβάρυνση και είναι αποτρεπτική για την εισαγωγή ομολογιών. Η θέση των ομολογιούχων δανειστών δεν εξισώνεται με αυτή των μετόχων, και κατά κανόνα σε όλες τις έννομες τάξεις προστατεύονται δια των όρων του ομολογιακού δανείου. Οι διατάξεις του τόσο συχνά επικαλούμενου ως μοντέλου κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης της Μεγάλης Βρετανίας δεν εφαρμόζονται σε εταιρείες με εισηγμένες απλά ομολογίες (το premium listing δεν

αφορά ομολογίες αλλά μόνο μετοχές). Ας μην επαναλαμβάνουμε τα λάθη του προηγούμενου νομοθετήματος.

Επίσης, η εξαίρεση για τα πιστωτικά ιδρύματα είναι ασαφής. Τι είναι ειδικότερο και τι όχι. Πχ ισχύουν και εκεί τα τεκμήρια εξάρτησης για τα ανεξάρτητα μέλη ΔΣ ή η υποχρέωση λήψης απόφασης ΔΣ με παρόντα τουλάχιστον 2 ανεξάρτητα μέλη;

Πρέπει να προβλεφθεί δυνατότητα απόκλισης από όποιους εκ των κανόνων επιθυμεί η εταιρεία εφόσον:

1. Εφαρμόζει κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης ευρείας αποδοχής.
2. Γνωστοποιεί την απόκλιση στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης.
3. Η απόκλιση αποφασίζεται με απόφαση της ΓΣ στην οποία δεν αντιλέγουν μέτοχοι που εκπροσωπούν άνω του 10% των παρισταμένων και η απόφαση λαμβάνεται κατόπιν τεκμηριωμένης έκθεσης του ΔΣ που επεξηγεί τους λόγους που αιτιολογούν την απόκλιση και περιγράφει τα μέτρα που λαμβάνονται ως αντιστάθμισμα της απόκλισης.

Άρθρο 4

Το άρθρο αυτό είναι μια χαρακτηριστική περίπτωση, όπως ομολογεί και η εισηγητική έκθεση, μεταφοράς διατάξεων που σε ενωσιακό επίπεδο προβλέπονται για εποπτευόμενες εταιρείες (τράπεζες – εταιρείες επενδύσεων) και οι οποίες απαιτούν υψηλότερο βαθμό εποπτείας με σκοπό την προστασία όχι των μετόχων τους αλλά των πελατών (επενδυτών – καταθετών) αλλά και το συστημικό κίνδυνο που μια τυχόν κατάρρευσή τους θα συνεπαγόταν.

Καταρχάς δεν είναι δυνατόν από τη μια η αιτιολογική έκθεση να επικαλείται ως αιτιολογία για τη γενικότητα των διατυπώσεων της διάταξης την ελευθερία διαμόρφωσης από τις εταιρείες και από την άλλη να επιβάλλει την έγκριση της πολιτικής καταλληλότητας από την ΕΚ. Τι θα εγκρίνει η ΕΚ;

α) Τις αρχές που αφορούν την επιλογή ή την αντικατάσταση των μελών του διοικητικού συμβουλίου, καθώς επίσης και την ανανέωση της θητείας υφιστάμενων μελών;

β) Τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται κατά την αξιολόγηση της καταλληλότητας των μελών του διοικητικού συμβουλίου, ιδίως ως προς τα εχέγγυα ήθους, τη φήμη, την επάρκεια γνώσεων, τις δεξιότητες, την ανεξαρτησία κρίσης και την εμπειρία για την εκτέλεση των καθηκόντων που τους ανατίθενται;

γ) Τον τρόπο με τον οποίο λαμβάνονται υπόψη, στο πλαίσιο της διαδικασίας επιλογής των μελών του διοικητικού συμβουλίου, κριτήρια πολυμορφίας, συμπεριλαμβανομένης της εκπροσώπησης ανά φύλο, ενδεικτικά με επιλογή υποψηφίων από καταλόγους;

Ποιο από τα ανωτέρω περιεχόμενα της πολιτικής είναι αντικείμενο εποπτικής αξιολόγησης;

Είναι προφανές ότι δεν μπορεί να είναι αυτός ο σκοπός του ελέγχου του επόπτη, πολλώ δε μάλλον όταν δεν υπάρχουν οι εξειδικεύσεις βάσει των οποίων θα μπορεί ο επόπτης να ασκήσει την εξουσία του όχι κατά διακριτική του ευχέρεια αλλά στο πλαίσιο της νομιμότητας. Επιπλέον, η πιθανή ευθύνη της ΕΚ από τη διάταξη αυτή είναι πασίδηλη, καθώς θα χρησιμοποιηθεί ως εκ των υστέρων εργαλείο αποζημίωσης ζημιωθέντων επενδυτών από το κράτος με τις «βαθιές τσέπες». Είναι προφανές ότι σκοπός του νομοθέτη δεν είναι να ενισχύει τέτοιες συμπεριφορές.

Είναι επίσης προφανές ότι στις εταιρείες οι διοικήσεις δεν διορίζονται αλλά εκλέγονται. Η πολιτική καταλληλότητας δεν θα έπρεπε να αφορά την εκλογή μελών ΔΣ (τι θα γίνει αν η

μειοψηφία προτείνει κάποιον που δεν συνάδει με την πολιτική καταλληλότητας; - ευθύνεται η Εταιρεία;). Οποιοσδήποτε μέτοχος έχει το δικαίωμα να προτείνει ως μέλος ΔΣ τον οποιονδήποτε.

Αντίθετα, μπορεί να έχει κάποια σημασία ως προς τη λειτουργία του ΔΣ ή της επιτροπής αποδοχών, όταν η ίδια η διοίκηση προτείνει μέλη ΔΣ. Σε αυτή την περίπτωση η διάταξη θα πρέπει να επαναδιατυπωθεί, ενώ καλύπτεται σε σημαντικό βαθμό από επόμενα άρθρα (κυρίως το 10).

Επίσης, δεν αντιλαμβανόμαστε πώς μπορεί να εποπτεύει η ΕΚ το αντικείμενο της παραγράφου 2: «Η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να αντικατοπτρίζει τις γνώσεις, τις δεξιότητες και την πείρα που απαιτούνται για την άσκηση των αρμοδιοτήτων του, σύμφωνα με το επιχειρηματικό μοντέλο και την στρατηγική της Εταιρείας». Ποια είναι η συνέπεια αν δεν συμβαίνει αυτό; Πέρα από τις κυρώσεις της ΕΚ έχουμε αδικοπρακτική ευθύνη; Και αν ναι, ποιος ευθύνεται; Τα υπόλοιπα μέλη;

Η διάταξη είναι μια κλασική περίπτωση άκριτης μεταφοράς κειμένου από μη νομικά σημαντικές κατευθυντήριες γραμμές σε διάταξη νόμου, από τις οποίες βρίθει το παρόν νομοθέτημα. Η ΕΝ.ΕΙΣ.ΕΤ. είναι απολύτως σύμφωνη με το περιεχόμενο της διάταξης, με τη μόνη διαφορά ότι δεν είναι διάταξη νομοθετήματος, είναι απόφθεγμα εταιρικής κουλτούρας, είναι διατύπωση κατευθυντηρίων γραμμών, είναι αρχή χρηστής διοίκησης. Είναι το κλασικό παράδειγμα γιατί η εταιρική διακυβέρνηση δεν πρέπει να είναι νόμος.

Άρθρο 5

Η εταιρική διακυβέρνηση δεν είναι αυτοσκοπός αλλά μέσο - εργαλείο για την επιδίωξη του εταιρικού συμφέροντος από το ΔΣ. Επίσης κάθε πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να συναρτάται προς το μέγεθος της εταιρείας και τις οικονομικές τις δυνατότητες. Σκοπός του ΔΣ είναι να βγάλει χρήματα για τους μετόχους. Οι μέτοχοι έχουν ένα σημαντικό εργαλείο αντιστάθμισης κινδύνων που λέγεται «στρατηγική διασποράς χαρτοφυλακίου». Είναι ο φθηνότερος μηχανισμός προστασίας.

Με την επιφύλαξη της γενικότερης μας παρατήρησης στο άρθρο 1, το άρθρο προτείνεται να επαναδιατυπωθεί ως εξής:

- 1. Το διοικητικό συμβούλιο με γνώμονα την επιδίωξη του εταιρικού συμφέροντος με βάση το ν.4548/2018 ορίζει και επιβλέπει την υλοποίηση πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης ανάλογο με το μέγεθος της εταιρείας και τις οικονομικές της δυνατότητες, το οποίο παρακολουθεί και αξιολογεί περιοδικά τουλάχιστον ανά τριετία, προβαίνοντας σε εύλογες ενέργειες για την αντιμετώπιση τυχόν σημαντικών ελλείψεων.*
- 2. Αντίστοιχα το διοικητικό συμβούλιο υιοθετεί Σύστημα εσωτερικού ελέγχου ανάλογο του μεγέθους της εταιρείας και των διαθέσιμων πόρων της και επιβλέπει τη λειτουργία του, αποβλέποντας στην εκπλήρωση των ακόλουθων ιδίως στόχων:*
 - α) Τη συνεπή υλοποίηση της επιχειρησιακής στρατηγικής με αποτελεσματική χρήση των διαθέσιμων πόρων.*
 - β) Τη διασφάλιση της πληρότητας και της αξιοπιστίας των στοιχείων και πληροφοριών που απαιτούνται για τον ακριβή και έγκαιρο προσδιορισμό της χρηματοοικονομικής κατάστασης της Εταιρείας και την παραγωγή αξιόπιστων οικονομικών καταστάσεων, καθώς και της μη χρηματοοικονομικής κατάστασης αυτής σύμφωνα με το άρθρο 151 του ν. 4548/2018.*

- γ) Την αναγνώριση και διαχείριση των ουσιωδών κινδύνων που συνδέονται με την επιχειρηματική της δραστηριότητα και λειτουργία.
- δ) Την αποτελεσματική λειτουργία της μονάδας εσωτερικού ελέγχου.
- ε) Τη συμμόρφωση με το νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο και τους εσωτερικούς κανονισμούς που διέπουν τη λειτουργία της Εταιρείας.

Άρθρο 6

Ο νόμος δεν θα πρέπει να παραλλάσει τη λειτουργία των εισηγμένων εταιρειών ως προς θέματα εταιρικού δικαίου, όπως απαρτίες, πολλώ δε μάλλον όταν δεν προβλέπονται και οι ανάλογες συνέπειες σε περίπτωση παράβασης των διατάξεων. Είναι προβληματική η συνεχής επίκληση της διάταξης ότι παραβάσεις του νόμου δεν θίγουν το κύρος των αποφάσεων των οργάνων της εταιρείας, πολλώ δε μάλλον όταν είναι βασική νομοθετική και νομολογιακή αρχή του δικαίου των εταιρειών ότι αποφάσεις ΔΣ που λαμβάνονται αντίθετες με το νόμο είναι άκυρες. Θεωρούμε ότι η διάταξη πρέπει να απαλειφθεί.

Επίσης δεν είναι σαφής: δηλαδή η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου απαιτεί αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία στη γενική συνέλευση, η απόφαση του ΔΣ για πρόσκληση θα θέλει αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία; Η απόφαση για πιστοποίηση καταβολής; Τι θα γίνει αν λόγω κωλύματος δεν υπάρχει η απαιτούμενη απαρτία αλλά η απόφαση πρέπει να ληφθεί άμεσα (πχ ανακεφαλαιοποίηση Τράπεζας;) ή κινδυνεύει να παρέλθει προθεσμία (πχ για την πιστοποίηση καταβολής εντός μηνός;). Θα πρέπει να επιλέξει η εταιρεία μεταξύ της παράβασης του εταιρικού δικαίου και του προστίμου;

Επίσης θα πρέπει να μπορεί να υποκατασταθεί η εκλογή ανεξαρτήτων μελών από μέλη ΔΣ που εκλέγονται με τη διαδικασία του ψηφοδελτίου από ψηφοδέλτια που δεν προτείνει ο βασικός μέτοχος ή η διοίκηση της εταιρείας.

Βλ. επίσης τις παρατηρήσεις στο άρθρο 10. Θα πρέπει να μειωθεί ο αριθμός ανεξαρτήτων μελών στην περίπτωση εταιρειών με πολύ χαμηλή διασπορά.

Άρθρα 7 και 8

Τα άρθρα 7 και 8 πρέπει να απαλειφθούν:

A) Τα καθήκοντα του κάθε μέλους ΔΣ αφορούν τον πυρήνα του δικαιώματος αυτοδιοίκησης της κάθε εταιρείας, εντάσσονται στη γενικότερη στρατηγική διοίκησης της εταιρείας και δεν μπορεί να επιβάλλονται ή να περιγράφονται δια νόμου. Ακόμη και στον αυστηρότερο αγγλικό κώδικα – που, επαναλαμβάνουμε, ισχύει μόνο για μεγάλες εταιρείες που έχουν το λεγόμενο premium listing–, και από τον οποίο εκπορεύεται ιστορικά η διάκριση, δεν γίνεται περιγραφή των αρμοδιοτήτων εκτελεστικών και μη εκτελεστικών, καθώς επαφίεται στις εταιρείες να καθορίσουν τις εν λόγω αρμοδιότητες (βλ και OECD corporate governance report 2019 σελ, 175, ως παράδειγμα βέλτιστης πρακτικής).

B) Ο εταιρικός νομοθέτης δεν διακρίνει διαφορετικό μέτρο ευθύνης ανά μέλος ΔΣ, αλλά προβλέπει είτε συλλογική ευθύνη για κάποιες αποφάσεις του ΔΣ είτε ατομική ευθύνη ανά περίπτωση και με βάση τις ad hoc αρμοδιότητες κάθε μέλους. Η διάκριση αρμοδιοτήτων σε νόμο είναι προβληματική καθώς καθορίζει εκ του αποτελέσματος το μέτρο της ευθύνης. Στην πραγματικότητα δε η διατύπωση των διατάξεων χωρίς τις επιφυλάξεις του ν. 4548/2018 (business judgement) επαυξάνει το μέτρο της ευθύνης για τα μέλη ΔΣ στις εισηγμένες εταιρείες, καθώς οι εν λόγω διατάξεις, κατά ρητή πρόβλεψη, είναι ειδικότερες του ν.4548/2018, πολλώ δε

μάλλον όταν ο ν.4548/2018 προβλέπει την ενδεχόμενη απαλλαγή από την ευθύνη σε περίπτωση εισήγησης νομίμως λειτουργούσας επιτροπής.

Γ) Οι διατάξεις επίσης είναι και νομοτεχνικά ανεπαρκείς. Πχ αναλύοντας τη διάταξη του άρθρου 7:

1. *«Με την επιφύλαξη των αρμοδιοτήτων που τους ανατίθενται δυνάμει του ν. 4548/2018 και τυχόν άλλων νομοθετικών διατάξεων, τα εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου συμμετέχουν ενεργά στην επιχειρηματική δραστηριότητα της Εταιρείας και οφείλουν να λαμβάνουν αποφάσεις με γνώμονα το εταιρικό συμφέρον και κατόπιν επαρκούς, για τις συγκεκριμένες συνθήκες, πληροφόρησης. Στο πλαίσιο αυτό, τα εκτελεστικά μέλη της Εταιρείας οφείλουν να εξετάζουν προσεκτικά και να αξιολογούν με κριτικό πνεύμα τις προτάσεις, τις επεξηγήσεις και την πληροφόρηση που λαμβάνει το διοικητικό συμβούλιο».*

Ποιες είναι οι αρμοδιότητες που τους ανατίθενται δυνάμει του ν. 4548/2018 και τι νόημα έχει η επιφύλαξη; Επιπλέον πώς διαφοροποιείται η ευθύνη λόγω της απαλοιφής στον ειδικότερο παρόντα νόμο της αναφοράς στην εύλογη επιχειρηματική απόφαση; Επίσης τα καθήκοντα αυτά όπως περιγράφονται δεν τα έχουν τα μη εκτελεστικά μέλη; Δηλαδή αυτά δεν οφείλουν να λαμβάνουν αποφάσεις με γνώμονα το εταιρικό συμφέρον και κατόπιν επαρκούς, για τις συγκεκριμένες συνθήκες, πληροφόρησης ή δεν πρέπει να εξετάζουν με κριτικό πνεύμα τις προτάσεις τις επεξηγήσεις και την πληροφόρηση που λαμβάνει το διοικητικό συμβούλιο;

Στην παράγραφο 2 το πρώτο εδάφιο επαναλαμβάνεται με άλλα λόγια στον ορισμό ενώ το δεύτερο εδάφιο αφορά προφανώς και τα μη εκτελεστικά καθώς αυτός είναι ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου.

Με την παράγραφο 3 εισάγεται κατά ρητή αναφορά της αιτιολογικής έκθεσης υποχρέωση κάθε εκτελεστικού μέλους ατομικά να αιτιολογήσει γιατί εκτίμησε ότι δεν συνέτρεξε κατάσταση, κίνδυνος, ή εξέλιξη που επηρεάζει ή θα μπορούσε να επηρεάσει σημαντικά την εταιρεία. Δηλαδή εισάγεται αντιστροφή του βάρους της απόδειξης εις βάρος των μελών ΔΣ πέρα και επιπλέον από τον κανόνα της εύλογης επιχειρηματικής απόφασης. Και πώς το εποπτεύει αυτό η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς; Θα ζητάει εξηγήσεις και αν δεν δίνουν πειστικές απαντήσεις τα μέλη ΔΣ, θα επιβάλλει πρόστιμο για παράβαση του νόμου η οποία θα συνιστά και αυτοτελή βάση για αδικοπραξία, άρα και βάση για περαιτέρω ευθύνη αστική ή ποινική;

Δ) Ως προς το άρθρο 8: Ούτε στη σύσταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ούτε στον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης του Μεγάλου Βασιλείου που χρησιμοποιείται συχνά ως πρότυπο, υπάρχει σχετική τέτοια ρύθμιση. Σκοπός της συμμετοχής μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών είναι η διεύρυνση των διαφορετικών φωνών και απόψεων στο Διοικητικό Συμβούλιο, ώστε να λαμβάνονται πιο αντικειμενικές αποφάσεις = ποικιλομορφία – diversity. Η απόδοση ρόλου επόπτη στα μη εκτελεστικά μέλη προσαυξάνει την ευθύνη τους. Το ρόλο εποπτείας της διοίκησης της εταιρείας έχει συλλογικά το ΔΣ. Σημασία έχει να προσελκύσουμε επιτυχημένους ανθρώπους που θα θέλουν να μοιραστούν χρόνο από την επιτυχημένη καριέρα τους με την εταιρεία και όχι να τους καταστήσουμε εσωτερικούς ελεγκτές. Ας αναρωτηθεί κανείς αν, αφού ένας δικηγόρος περιέγραφε στον Bill Gates τις ευθύνες του ως μη εκτελεστικό μέλος ΔΣ μιας ελληνικής εισηγμένης εταιρείας, θα αποδεχόταν το διορισμό του για να καταλάβουμε που είναι το πρόβλημα στελέχωσης των περισσότερων ΔΣ.

Ούτε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στην τελευταία αρμοδιότητά της για τον ορισμό προσωρινών διοικήσεων με απόφαση δικαστηρίου δεν μπορεί να βρει άτομα να στελεχώσουν τις διοικήσεις χωρίς να ζητούν εγγύα προστασίας και εισηγείται νομοθετικές ρυθμίσεις για την απαλλαγή των προσώπων αυτών από τη σχετική ευθύνη. Πώς λοιπόν θα βρουν οι εταιρείες όλα αυτά τα μέλη ΔΣ που απαιτούνται υπό τις παρούσες συνθήκες;

Ε) Τέλος, το στοιχείο (ε) είναι λανθασμένο. Η ελεγκτική επιτροπή αναφέρεται σε ολόκληρο το ΔΣ και με βάση την παράγραφο 2 του άρθρου 96 ν.4548/2018 η ευθύνη του ΔΣ είναι συλλογική, δεν αφορά μόνο τα μη εκτελεστικά μέλη: «Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ... Έχουν επίσης το συλλογικό καθήκον να εξασφαλίζουν ότι οι ετήσιες χρηματοοικονομικές καταστάσεις, η ετήσια έκθεση διαχείρισης και, όταν προβλέπεται, σύμφωνα με το άρθρο 152, η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης, οι ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις, οι ενοποιημένες εκθέσεις διαχείρισης και η τυχόν ενοποιημένη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς και η έκθεση αποδοχών του άρθρου 112 συντάσσονται και δημοσιεύονται, σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου ή, κατά περίπτωση, σύμφωνα με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα που έχουν υιοθετηθεί με τον Κανονισμό ΕΚ αριθμ. 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (L 243).

Άρθρο 10

Η έκταση των περιπτώσεων εξάρτησης είναι τέτοια που καθιστά ιδιαιτέρως δυσχερή την ανεύρεση ανεξαρτήτων μελών σε μία μικρή αγορά. Πολλώ δε μάλλον όταν ο νόμος αυξάνει τον ελάχιστο αριθμό ανεξαρτήτων μελών. Έχει γίνει κάποια ουσιαστική μελέτη τι επιπτώσεις έχει αυτή η ρύθμιση στα υφιστάμενα διοικητικά συμβούλια και στη δυνατότητα εύρεσης ανεξαρτήτων μελών ΔΣ;

Επιπλέον, η διάταξη έρχεται ευθέως σε αντίθεση με την αιτιολογική έκθεση. Η διάταξη εισάγει τεκμήρια εξάρτησης – ανεξαρτησίας, ενώ αντιθέτως η αιτιολογική έκθεση παραπέμποντας στη σύσταση της Επιτροπής 2005/162, αναφέρει ότι η διαπίστωση ή μη σχέσεων εξάρτησης πρέπει να αξιολογείται και να κρίνεται ανά περίπτωση λαμβάνοντας υπόψη τις ιδιαίτερες συνθήκες κάθε περίπτωσης – προφανώς, λοιπόν, όχι με εκτεταμένα τεκμήρια εξάρτησης και μάλιστα πολλές φορές έμμεσης, δηλαδή λόγω σχέσης συγγενικού προσώπου.

Επίσης μπορεί ο συντάκτης να απαριθμήσει μια έννομη τάξη που όλα αυτά τα τεκμήρια ισχύουν σωρευτικά; Ο νομοθέτης αγνοεί ότι σε εταιρείες με μεγάλη συγκέντρωση ποσοστών σε κάποιο μέτοχο περιορίζονται οι κανόνες ανεξαρτησίας. Παραθέτουμε αυτούσια από την έκθεση του ΟΟΣΑ το σχετικό απόσπασμα: «Five jurisdictions link board independence requirements or recommendations with the ownership structure of a company. In the cases of **Chile, France, Israel and the US, companies with more concentrated ownership are subject to less stringent requirements or recommendations** (Figure 4.3). The role of independent directors in controlled companies may be considered as different than in dispersed ownership companies, since the characteristic of the agency problem is different (e.g. the vertical agency problem is less common and the horizontal agency problem presents a greater risk in controlled companies).

Τέλος, είναι προφανές ότι, με την εισαγωγή της διάταξης και με δεδομένο ότι πολλά διοικητικά συμβούλια πρέπει να αλλάξουν σύνθεση, θα πρέπει να προβλεφθούν μεταβατικές διατάξεις.

Προτείνουμε:

1. Τον επαναπροσδιορισμό των τεκμηρίων.

2. Την πρόβλεψη δυνατότητας της γενικής συνέλευσης να εγκρίνει, κατόπιν τεκμηριωμένης έκθεσης του ΔΣ, ως ανεξάρτητο μέλος πρόσωπο που δεν πληροί όλα τα κριτήρια, εφόσον δεν αντιλέγει το 10% των παρισταμένων μετόχων.
3. Λιγότερα τεκμήρια εξάρτησης για εταιρείες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης με ποσοστό βασικού μετόχου μεγαλύτερο του 50%.

Άρθρο 11

Οι επιτροπές δεν θα πρέπει αν είναι υποχρεωτικές για όλες τις εταιρείες, σε κάθε περίπτωση τουλάχιστον για όσες ανήκουν στην μικρή και μεσαία κεφαλαιοποίηση.

Επίσης οι διατάξεις συμπλεκόμενες μεταξύ τους καταλήγουν στο εξής οξύμωρο: Μαζί με την υποχρεωτική επιτροπή ελέγχου εισάγονται υποχρεωτικά τρεις επιτροπές (δύο νέες και η υφιστάμενη επιτροπή ελέγχου), οι οποίες απαρτίζονται κατά πλειοψηφία από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη και ο πρόεδρος τους είναι ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος ΔΣ. Άρα αν δεν θέλουμε οι επιτροπές να έχουν κοινά μέλη, χρειαζόμαστε έξι ανεξάρτητα (2Χ3). Ωστόσο, ο ελάχιστος αριθμός ανεξαρτήτων μελών είναι 3, άρα θα πρόκειται για 3 επιτροπές με την ίδια ή παρεμφερή σύνθεση, οι οποίες όμως θα λειτουργούν διακριτά παρά τις εσωτερικές επικαλύψεις μελών. Και διερωτάται κανείς ποια είναι η ουσιαστική αξία μιας τέτοιας ρύθμισης πέρα από την εισαγωγή επιπλέον διαδικασιών τυπικής φύσεως;

Κατά συνέπεια, σε κάθε περίπτωση πρέπει να προβλεφθεί η δυνατότητα λειτουργίας των δύο νέων επιτροπών ως ενιαίας επιτροπής.

Τέλος, πρέπει να γίνει κατανοητό ότι η υποχρεωτική θεσμοθέτηση των επιτροπών αυτών σε συνδυασμό με το άρθρο 102 παρ 4 του ν. 4548/2018 μειώνει την ευθύνη των εκτελεστικών μελών ΔΣ που δεν συμμετέχουν στις εν λόγω επιτροπές και λειτουργούν βάσει εισήγησής τους. Είναι αυτό σκόπιμο και ηθελημένο;

Κατά συνέπεια, προτείνουμε δύο δυνατότητες απόκλισης για τις εταιρείες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης:

1. Να συστήσουν μια κοινή επιτροπή υποψηφιοτήτων και αποδοχών
2. Να μη συστήσουν καμία εφόσον για τα θέματα αυτά το ΔΣ αποφασίζει κατόπιν έκθεσης της πλειοψηφίας των ανεξαρτήτων μελών του.

Άρθρο 15

Προτείνουμε την κατάργηση της εξωτερικής αξιολόγησης του συστήματος εσωτερικού ελέγχου. Είναι μια ρύθμιση ιδιαίτερα κοστοβόρα που δεν προβλέπεται για τις αμέσως ανταγωνιστικές αλλοδαπές εταιρείες.

Επίσης το στοιχείο (μ) δεν αντιλαμβανόμαστε πώς αποτελεί στοιχείο του κανονισμού λειτουργίας. Εξάλλου το περιεχόμενο της δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης προβλέπεται από τη σχετική ενωσιακή νομοθεσία η οποία είναι πλήρους εναρμόνισης και περιλαμβάνεται στο ν. 4548/2018.

Άρθρα 16-17

Πρέπει να προβλεφθούν ελαστικότερες υποχρεώσεις για τις εταιρείες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Το μοντέλο που προτείνεται προϋδεάζει σε εποπτευόμενες εταιρείες του χρηματοπιστωτικού τομέα. Το πεδίο εφαρμογής θα πρέπει να καταλαμβάνει πρωτίστως και αποκλειστικά τη διαδικασία παραγωγής της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και όχι άλλες

λειτουργίες της εταιρείας στο βαθμό που δεν επηρεάζεται η ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης.

Άρθρα 20-21

Πρέπει να προβλεφθεί η δυνατότητα λειτουργίας των συγκεκριμένων μονάδων ως μιας ενιαίας μονάδας ιδίως για εταιρείες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης

Άρθρο 22

Θεωρούμε ότι ο τίτλος «πιστοποίηση του κανονισμού λειτουργίας» σε σχέση με το περιεχόμενο του άρθρου είναι παραπλανητικός. Θα μπορούσε να αντικατασταθεί με τη φράση «επιβεβαίωση ύπαρξης».

Άρθρο 23

Η διάταξη αυτή εισάγει στην πραγματικότητα μια υποχρέωση στη διοίκηση της εταιρείας επιπλέον των υποχρεώσεων που έχει με βάση τα ΔΠΧΑ για τη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων αλλά και των γνωστοποιήσεων που οφείλει να κάνει με βάση την οδηγία για τη διαφάνεια. Αντίστοιχη διάταξη απαντάται στον αγγλικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης ο οποίος αφορά αποκλειστικά πολύ μεγάλες εισηγμένες εταιρείες (premium listing) και όχι εταιρείες αναλόγου κεφαλαιοποίησης και δυναμικής ακόμη και με τις μεγαλύτερες ελληνικές εισηγμένες εταιρείες. Και πάλι πρόκειται για διάταξη ήπιου δικαίου και όχι νόμου. Επιπλέον η διάταξη συνοδεύεται από εκτενείς οδηγίες που περιγράφουν επ' ακριβώς τι εννοείται τόσο με το "going concern basis" στην παράγραφο 1 όσο και με την «εύλογη προσδοκία ότι η εταιρεία θα μπορέσει να συνεχίσει τη δραστηριότητά της» στην παράγραφο 2.

1. Θεωρούμε καταρχάς ότι η υιοθέτηση αντίστοιχης υποχρέωσης δεν είναι σκόπιμη και χρήσιμη υπό τις παρούσες συνθήκες. Ας φανταστεί κανείς τη δυσχερή κατάσταση στην οποία θα περιέρχονταν οι διοικήσεις των ελληνικών εισηγμένων αν η διάταξη αυτή υπήρχε σήμερα και έπρεπε να δημοσιεύσουν οικονομικές καταστάσεις με τις παρούσες εξαιρετικές συνθήκες. Ας αναρωτηθεί ο καθένας εξ ημών αν ως μέλος ΔΣ θα υπέγραφε σήμερα και με την παρούσα κατάσταση τις ανωτέρω δηλώσεις για οποιαδήποτε εταιρεία.
2. Επίσης είναι μια διάταξη που δεν οφείλουν να εφαρμόσουν οι άμεσοι ανταγωνιστές των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών σε άλλα χρηματιστήρια.
3. Η διάταξη εισάγει νέες έννοιες και υποχρεώσεις διαφορετικές από το περιεχόμενο του κανόνα της σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων επί τη βάση της συνέχισης της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Η υποχρέωση προβλέπεται από τα ΔΠΧΑ και το περιεχόμενό της αναλύεται εκτενώς. Ελέγχεται δε και από τον ορκωτό ελεγκτή ο οποίος με βάση τα ελεγκτικά πρότυπα μπορεί να εκφέρει τυχόν αντιρρήσεις στην έκθεσή του. Αντίθετα, δύο επιπλέον δηλώσεις του ΔΣ χωρίς εκτενείς οδηγίες για το ποιο είναι το περιεχόμενό τους και πώς το ΔΣ με ασφάλεια μπορεί να ικανοποιήσει αυτές τις υποχρεώσεις οδηγεί σε μεγάλη ανασφάλεια δικαίου. Πώς διασφαλίζεται η ενιαία εφαρμογή της διάταξης από όλες τις εισηγμένες; Σε τι διαφέρει η παράγραφος 1 από την υποχρέωση του ΔΣ με βάση τα ΔΠΧΑ; Αν δεν διαφέρει δεν χρειάζεται η παράγραφος 1. Αν διαφέρει, θα πρέπει να προκύπτει ποια είναι η διαφορά και πώς η εταιρεία επιτυγχάνει συμμόρφωση με την εν λόγω υποχρέωση. Σε τι διαφέρει η παράγραφος 2 από την παράγραφο 1; Αν δεν διαφέρει, δεν χρειάζεται. Αν διαφέρει, και πάλι θα πρέπει να προκύπτει πώς εκπληρώνεται η εν λόγω υποχρέωση. Άλλως υπάρχει κίνδυνος πρόκλησης χάσματος προσδοκιών (expectation gap) μεταξύ των ληπτών και των συντακτών της δήλωσης. Ακόμη χειρότερα μπορεί να οδηγήσει σε αδικαιολόγητη επαύξηση της ευθύνης καθιστώντας εν τοις πράγμασι την ευθύνη εγγυητική.

4. Επίσης η διάταξη σε συνδυασμό με την εποπτεία της από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, καθιστά την Επιτροπή τη μόνη ρυθμιστική αρχή που ελέγχει τη βιωσιμότητα των εισηγμένων εταιρειών. Αφού η ΕΚ εποπτεύει τη δήλωση, εποπτεύει και το ουσιαστικό περιεχόμενο αυτής. Δηλαδή αν είναι αληθής, ακριβής και πλήρης. Πώς θα γίνει αυτό αν δεν ελέγξει πραγματικά τη βιωσιμότητα την ίδια; Ποια είναι η έκταση της εποπτείας της και ποια η ευθύνη της; Μπορεί να ζητήσει διορθώσεις, ή επιπλέον επεξηγήσεις κτλ; Και αν δεν το κάνει έχει ευθύνη έναντι τρίτων; Και πώς μπορεί να τα κάνει αυτά χωρίς κατευθυντήριες γραμμές και αναλυτικούς κανόνες για το πώς κανείς φτάνει στο συμπέρασμα της δήλωσης; Κατά τη γνώμη μας, η διάταξη θα διευκολύνει απλά εκ των υστέρων κερδοσκόπους να αναζητούν ευθύνες για αποτυχίες εταιρειών στις οποίες επένδυσαν γνωρίζοντας τους κινδύνους και ελπίζοντας σε μεγάλα κέρδη.
5. Η διάταξη αυξάνει το μέτρο της ευθύνης του ΔΣ, καθώς εκ του αποτελέσματος για να είναι σε θέση τα μέλη ΔΣ να κάνουν αυτές τις δηλώσεις, απαιτούνται επιπλέον διαδικασίες αξιολόγησης και ελέγχου ως προς την παραγωγή της χρηματοοικονομικής πληροφορίας και της αξιολόγησης των αναλαμβανόμενων κινδύνων, πράγμα το οποίο συνεπάγεται αυξημένο κόστος. Επίσης ως έχουν ο βαθμός επιμέλειας και οι διαδικασίες που απαιτούνται είναι ασαφή και μη μετρήσιμα μεγέθη, εξαρτώμενα από την εκ των υστέρων δικανική κρίση.
6. Υπό αυτή την έννοια, η διάταξη είναι επίσης προβληματική για την προσέλκυση ανεξαρτήτων μελών ΔΣ και κυρίως μελών ΔΣ από το εξωτερικό, καθώς θα εισάγει μια επιπλέον υποχρέωση σε σχέση με τις γνωστές σε αυτούς υποχρεώσεις για τη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων.

Με δεδομένη την εφαρμογή των ΔΠΧΑ και το γεγονός ότι ζητήματα βιωσιμότητας συνιστούν άμεσες προνομιακές πληροφορίες που πρέπει να γνωστοποιούνται με βάση τον Κανονισμό για την Κατάχρησης Αγοράς (MAR), θεωρούμε ότι τα επιπλέον οφέλη από τη διάταξη δεν υπερτερούν των προβλημάτων, κινδύνων, και κόστους που αυτή προκαλεί.

Άρθρο 24

Η εποπτεία της ΕΚ είναι αδύνατη σε πολλές από τις προτεινόμενες διατάξεις, κυρίως ως προς το ουσιαστικό περιεχόμενο αυτών. Η ευρεία εποπτεία ελλοχεύει τον κίνδυνο ευθύνης της ΕΚ και παράβασης καθήκοντος, καθιστώντας αυτή και τα στελέχη της ευάλωτα σε αγωγές και μηνύσεις, γεγονός που θα έχει ως συνέπεια αυστηρότερη του εύλογου και επιθυμητού εφαρμογή των ρυθμίσεων για λόγους εποπτικής ασφάλειας. Προτείνουμε να προβλεφθούν ρητά οι αρμοδιότητες και η έκταση εποπτείας των ρυθμίσεων από την ΕΚ. Ειδικά τα θέματα που αφορούν την χρηματοοικονομική πληροφόρηση και τον εσωτερικό έλεγχο θα πρέπει να μεταφερθούν, όπως και η εποπτεία των ενοποιημένων, ετήσιων και εξαμηνιαίων οικονομικών καταστάσεων και εκθέσεων στην Επιτροπή Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχων.

Παναγιώτης Δράκος
Πρόεδρος ΕΝ.ΕΙΣ.ΕΤ.

Αθανάσιος Κουλορίδας
Νομικός Σύμβουλος ΕΝ.ΕΙΣ.ΕΤ.