

## ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΣΤΟ ΣΧΕΔΙΟ ΝΟΜΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

1. Στις 12 Μαρτίου 2020 τέθηκε σε δημόσια διαβούλευση Σχέδιο Νόμου του Υπουργείου Οικονομικών με τίτλο «Εταιρική Διακυβέρνηση, Σύγχρονη Αγορά Κεφαλαίου και Ενσωμάτωση της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/828 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου», το Μέρος Α του οποίου περιλαμβάνει διατάξεις για την Εταιρική Διακυβέρνηση Ανωνύμων Εταιριών (εφεξής «το Σχέδιο»).
2. Το Σχέδιο επιδιώκει να εισαγάγει ένα λεπτομερέστερο και αυστηρότερο (σε σχέση με το ισχύον του Ν 3016/2002), πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης και σε γενικές γραμμές διαθέτει ορθή νομοτεχνική δομή και διάρθρωση. Θετικά θα πρέπει να αποτιμηθεί η παράλειψη στο Σχέδιο εκείνων των διατάξεων του Ν 3016/2002 σχετικά με τις υποχρεώσεις των μελών του διοικητικού συμβουλίου, οι οποίες ρύθμιζαν ζητήματα που επαρκώς αντιμετώπιζε ο ΚΝ 2190/1920 και αντιμετωπίζει πλέον ο Ν 4548/2018 (στα άρθρ. 96 και 97). Η μέχρι σήμερα εμπειρία των διατάξεων αυτών ως μέρος ενός νόμου που αφορά στην εταιρική διακυβέρνηση (Ν 3016/2002 άρθρ. 2 παρ. 1 έως 3 για απαγόρευση επιδίωξης και υποχρέωση αποκάλυψης ιδίων συμφερόντων), ανέδειξε την εγγενή αδυναμία πρακτικής εφαρμογής και εποπτείας τους, ενώ δημιούργησε και αρκετά ερμηνευτικά προβλήματα. Προς την σωστή κατεύθυνση (με τις κατωτέρω επιφυλάξεις για την οριζόντια και μη επιδεχόμενη παρεκκλίσεων εφαρμογή τους) είναι και η διεύρυνση των κριτηρίων για τα μη ανεξάρτητα μέλη (άρθρ. 10) και για η αναβάθμιση της μονάδας εσωτερικού ελέγχου (άρθρ. 16 και 17).
3. Επιφυλάξεις όμως θα πρέπει να διατυπωθούν τόσο ως προς την δικαιοπολιτική κατεύθυνση του Σχεδίου όσο και ως προς κάποιες σημαντικές νομικές του αδυναμίες.

### **A. ΓΕΝΙΚΕΣ ΕΠΙΦΥΛΑΞΕΙΣ**

4. Το Σχέδιο εισάγει μια σειρά υποχρεώσεων για τις εισηγμένες εταιρίες και για τα μέλη των διοικητικών τους συμβουλίων κατά τρόπο οριζόντιο και μη επιδεχόμενο καμία παρέκκλιση, ανεξάρτητα από τομέα δραστηριότητας, μέγεθος και διασπορά της κάθε εταιρίας. Το περιεχόμενο μάλιστα των περισσότερων ρυθμίσεων του προσήκει σε εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης με σημαντική διασπορά (οι οποίες αποτελούν μειοψηφία στο ελληνικό χρηματιστήριο), ενώ κάποιες από τις ρυθμίσεις αυτές έχουν πρότυπο τις αντίστοιχες που ισχύουν για εταιρίες του χρηματοπιστωτικού τομέα (π.χ. το άρθρ. 4 για την πολιτική καταλληλότητας, άρθρ. 11-13 για τις επιτροπές).

5. Η ανωτέρω οριζόντια και μη επιδεχόμενη παρεκκλίσεων ρύθμιση, καθιστά το περιεχόμενο του Σχεδίου ασύμβατο με την επιβαλλόμενη στο ενωσιακό πλαίσιο αρχή “comply or explain”, η οποία υιοθετήθηκε ακριβώς επειδή δεν υπάρχει πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης δυνάμενο να εξυπηρετήσει τις ιδιαιτερότητες κάθε μορφής και μεγέθους εισηγμένης εταιρίας (*no size fits all*). Η αρχή αυτή δεν είχε υιοθετηθεί κατά το χρόνο σύνταξης του Ν 3016/2002, αποτελεί όμως πλέον ισχύον ενωσιακό και εθνικό δίκαιο δυνάμει των προβλέψεων του άρθρ. 20 της Οδηγίας 2013/34/ΕΕ και 1 παρ. 2 της Οδηγίας 2014/95/ΕΕ και του άρθρου 152 του Ν 4548/2018. Κατά την αρχή αυτή, μια εισηγμένη εταιρία οφείλει να περιλαμβάνει στην έκθεση διαχείρισης του διοικητικού της συμβουλίου δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης, αναφέροντας το κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης τον οποίο εφαρμόζει, διατηρεί όμως τη δυνατότητα μη εφαρμογής ή απόκλισης παρέχοντας ως αντίβαρο σχετική αιτιολόγηση. Σημειωτέον ότι η σχετική δυνατότητα προβλέπεται τόσο για κώδικα στον οποίο υπόκειται μια εταιρία (εννοείται υποχρεωτικά) όσο και για κώδικα τον οποίο οικειοθελώς αποφασίζει να εφαρμόσει.
6. Όλες οι κατά τα ανωτέρω ανελαστικές και οριζόντιες διατάξεις του Σχεδίου προορίζονται να τελούν υπό την εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (άρθρ. 24), η οποία καλείται να εφαρμόσει τους σχετικούς κανόνες κάνοντας αξιολογικές σταθμίσεις που βρίσκονται εκτός του ορίζοντα αρμοδιότητάς της. Ως τέτοιες ρυθμίσεις θα μπορούσαν ενδεικτικά να αναφερθούν η έγκριση της πολιτικής καταλληλότητας (άρθρ. 4 παρ. 3), η εποπτεία εφαρμογής της διάκρισης εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών (άρθρ. 6 έως 8) με τα μη εκτελεστικά να επιβαρύνονται πλέον και με την «*αποτελεσματική εποπτεία των εκτελεστικών μελών, συμπεριλαμβανομένης της παρακολούθησης και του ελέγχου των επιδόσεών τους*» (άρθρ. 8 παρ. 1 β), καθώς και η εποπτεία εφαρμογής του άρθρου 23 για την υποχρέωση των μελών του διοικητικού συμβουλίου να προβαίνουν, μέσω των ετήσιων κι ενδιάμεσων οικονομικών καταστάσεων, σε εκτίμηση για τη λειτουργία της εταιρίας ως *going concern* και για την προοπτική βιωσιμότητάς της.
7. Εξαιτίας των ανωτέρω, πιθανολογείται ότι το Σχέδιο δεν θα μπορέσει να ανταποκριθεί στις προσδοκίες των συντακτών του και δεν θα έχει ευεργετικά αποτελέσματα για την κεφαλαιαγορά, καθώς (α) οι οριζόντιες και μη επιδεχόμενες παρεκκλίσεων διατάξεις του θα λειτουργήσουν ως αποτρεπτικοί παράγοντες εισαγωγής νέων και παραμονής των περισσότερων εισηγμένων εταιριών στις αγορές του ελληνικού χρηματιστηρίου, (β) η διεύρυνση της ευθύνης των μελών του διοικητικού συμβουλίου σε πεδία ήδη ρυθμισμένα είτε από το εταιρικό (άρθρ. 102 Ν 4548/2018) είτε από το πτωχευτικό (άρθρ. 98 ΠτΚ) είτε από το λογιστικό δίκαιο (ΔΠΧΑ για *going concern*) είτε από το ίδιο το δίκαιο κεφαλαιαγοράς (υποχρέωση δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών, άρθρο 17 MAR), θα λειτουργήσει μόνον ως αντικίνητρο συμμετοχής ικανών *managers* στα διοικητικά συμβούλια, ενώ (γ) η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (με τα

συγκεκριμένα μέσα και πόρους) θα επιβαρυνθεί με εποπτικές αρμοδιότητες που εκ των πραγμάτων δεν θα μπορεί να ασκήσει, εάν ληφθεί υπόψη ότι πρόκειται για αρμοδιότητες που δεν ασκούνται κατά διακριτική ευχέρεια αλλά υποχρεωτικά (κατά δέσμια αρμοδιότητα) και μάλιστα με τήρηση της αρχής της ίσης μεταχείρισης.

## Γ. ΕΙΔΙΚΟΤΕΡΕΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

8. Ως προς κάποιες επιμέρους προβλέψεις του Σχεδίου και επιπροσθέτως των όσων ανωτέρω αναφέρθηκαν, τίθενται ζητήματα εφαρμογής ή/και συμβατότητάς τους με ισχύουσες διατάξεις, έτσι ώστε να μην εξυπηρετείται η αποτελεσματικότητα εφαρμογής και η ασφάλεια δικαίου. Ως τέτοιες διατάξεις θα μπορούσαν να αναφερθούν:

(α) Η εφαρμογή των διατάξεων και σε εταιρίες με εισηγμένες ομολογίες (άρθρ. 2 παρ. 1).

(β) Η θέσπιση πολιτικής καταλληλότητας με τρόπο ώστε να εισάγεται fit and proper test (εποπτευόμενο μάλιστα από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) για τις εισηγμένες εταιρίες που δεν ανήκουν στον χρηματοπιστωτικό τομέα (οι οποίες είναι και πολύ περισσότερες) και με ρυθμίσεις ατελείς ως προς τη στελέχωση, το εταιρικό όργανο υιοθέτησης και τις συνέπειες μη έγκρισης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

(γ) Η διατήρηση της ασάφειας σε σχέση με τη διάκριση εκτελεστικών (για τα οποία αναφέρεται ότι «συμμετέχουν ενεργά στην επιχειρηματική δραστηριότητα», άρθρ. 7 παρ. 1), και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου, η επέκταση της ευθύνης των οποίων για την εποπτεία των εκτελεστικών δύναται (άρθρ. 8 παρ. 1 β), όπως είναι διατυπωμένη, να παρακάμψει ακόμη και αυτή την εφαρμογή του business judgement rule του άρθρ. 102 του Ν 4548/2018.

(δ) Η θέσπιση ειδικής απαρτίας για αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου που χρήζουν αυξημένης απαρτίας και πλειοψηφίας στη γενική συνέλευση με τρόπο ασαφή κι ασυνεπή με τις προβλέψεις του Ν 4548/2018.

(ε) Η πρόβλεψη για Επιτροπή Αποδοχών (άρθρ. 12) και Επιλογή Υποψηφιοτήτων (άρθρ. 13), επιπλέον της ήδη προβλεπόμενης Επιτροπής Ελέγχου (βλ. και άρθρ. 75 Σχεδίου), με πολύ πιθανή στελέχωση από ακριβώς τα ίδια πρόσωπα, με αποτέλεσμα, είτε την αύξηση του διοικητικού κόστους είτε την εικονική λειτουργία τους.

(στ) Η παραπάνω αναφερθείσα πρόβλεψη του άρθρου 23 για την υποχρέωση του διοικητικού συμβουλίου να προβαίνει σε εκτίμηση για τη λειτουργία της εταιρίας ως συνεχιζόμενης δραστηριότητας, η οποία προσθέτει ένα ακόμη αντικίνητρο ανάληψης θέσης στα διοικητικά συμβούλια των εισηγμένων εταιριών, το οποίο δεν αντισταθμίζεται από κάποιο όφελος,

καθώς η σχετική υποχρέωση καλύπτεται από άλλες διατάξεις (ΔΠΧΑ, άρθρ. 17 MAR).

#### **Δ. Η ΔΗΛΩΣΗ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ**

**9.** Η υποχρέωση της εταιρίας να διαθέτει και να εφαρμόζει κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης χρήζει συμπλήρωσης. Μια τέτοια εξειδίκευση θα μπορούσε να αποσαφηνίζει προς το αυστηρότερο τόσο τις υποχρεώσεις των εισηγμένων εταιριών (να μην αρκεί δηλ. η αναφορά της απόκλισης από τον εφαρμοζόμενο κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, αλλά να απαιτείται η υιοθέτηση ισοδύναμων λύσεων με αιτιολόγηση του ισοδυνάμου), όσο και το αντικείμενο εποπτείας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η αποσαφήνιση αυτή θα δημιουργούσε ασφάλεια δικαίου για τα όρια δράσης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έτσι ώστε αυτή να μην περιορίζεται σε τυπικό έλεγχο (σήμερα tick boxing του σχετικού παραρτήματος της έκθεσης διαχείρισης), αλλά να προχωρά σε αξιολόγηση των υιοθετούμενων αρχών διακυβέρνησης, είτε αυτές αποτελούν προσαρμογή σε κάποιον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης (π.χ. του ΕΣΕΔ) είτε συνιστούν απόκλιση από αυτόν. Μια τέτοια αποσαφήνιση θα επικύρωνε τη νομοθετική επιλογή της διάκρισης μεταξύ εποπτείας εφαρμογής της αρχής “comply or explain” (η οποία ανήκει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) και αξιολόγησης των αποτελεσμάτων διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιριών, η οποία ανήκει στους ίδιους τους επενδυτές, πλην εξαιρετικών περιπτώσεων (π.χ. χειραγώγηση, inside trading) που προβλεπει το δίκαιο κεφαλαιαγοράς. Εν προκειμένω, οι σχετικές νομοθεσίες άλλων κρατών μελών θα μπορούσαν να αποτελέσουν χρήσιμο οδηγό.

**10. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΙΚΑ**, η επιλογή θέσπισης τυπικών κανόνων εφαρμοζομένων σε όλες τις εισηγμένες εταιρίες χωρίς δυνατότητα παρέκκλισης, οφείλει να επανεξεταστεί υπό το πρίσμα ισχύος της ενωσιακής επιλογής εταιρικής διακυβέρνησης. Σε κάθε περίπτωση, αρκετές από τις διατάξεις του Σχεδίου χρήζουν αναθώρησης προς την κατεύθυνση βελτίωσης της αποτελεσματικότητας εφαρμογής τους, της ευχέρειας εποπτείας τους και εν τέλει της προαγωγής της ασφάλειας δικαίου. Μια τέτοια, όμως, αναθεώρηση προϋποθέτει ευχέρεια νομοτεχνικής επεξεργασίας και επαρκούς διαβούλευσης με όλους τους εμπλεκόμενους φορείς σε συνθήκες ομαλότερες από τις παρούσες, οι οποίες ουδόλως ευνοούν αύξηση του κόστους λειτουργίας των εισηγμένων εταιριών κι εν γένει του συνόλου της κεφαλαιαγοράς.

*Αθήνα, 6 Απριλίου 2020*

*Δημήτρης Αυγητίδης*

*Καθηγητής Νομικής Δ.Π.Θ.*

*Μέλος του Δ.Σ. Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικόλογων*