

Χριστίνα Κ. Λιβαδά
Λέκτορας Νομικής Σχολής ΕΚΠΑ, Δικηγόρος

Το ΔΣ της Ανώνυμης Εταιρείας και οι Κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η επίδραση του θετικού δικαίου

Πρόλογος: Ευάγγελος Περάκης
Ομ. Καθηγητής Νομικής Σχολής ΕΚΠΑ



ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

Το ΔΣ της Ανώνυμης Εταιρείας και οι κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης
Η επίδραση του θετικού δικαίου
Χριστίνα Κ. Λιβαδά

ISBN 978-960-562-496-5

Σύμφωνα με το Ν. 2121/93 για την Πνευματική Ιδιοκτησία απαγορεύεται η αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή του παρόντος έργου, η αποθήκευσή του σε βάση δεδομένων, η αναμετάδοσή του σε ηλεκτρονική ή οποιαδήποτε άλλη μορφή και η φωτοανατύπωσή του με οποιονδήποτε τρόπο, χωρίς γραπτή άδεια του εκδότη.

ΔΗΛΩΣΗ ΕΚΔΟΤΙΚΟΥ ΟΙΚΟΥ

Το περιεχόμενο του παρόντος έργου έχει τύχει επιμελούς και αναλυτικής επιστημονικής επεξεργασίας. Ο εκδοτικός οίκος και οι συντάκτες δεν παρέχουν διά του παρόντος νομικές συμβουλές ή παρεμφερείς συμβουλευτικές υπηρεσίες, ουδεμία δε ευθύνη φέρουν για τυχόν ζημιά τρίτου λόγω ενέργειας ή παράλειψης που βασίστηκε εν όλω ή εν μέρει στο περιεχόμενο του παρόντος έργου.

Art Director:	Θεόδωρος Μαστρογιάννης
Υπεύθυνος Παραγωγής:	Ανδρέας Μενούκος
Φωτοστοιχειοθεσία:	Αγγελική Μαυρογιάννη
Παραγωγή:	NB Production AM101215M23



ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

Μαυρομιάλη 23, 106 80 Αθήνα
Τηλ.: 210 3678 800 • Fax: 210 3678 819
<http://www.nb.org> • e-mail: info@nb.org
Αθήνα: Μαυρομιάλη 2, 106 79 • Τηλ.: 210 3607 521
Πειραιάς: Φίλωνος 107-109, 185 36 • Τηλ: 210 4184 212
Πάτρα: Κανάρη 15, 262 22 • Τηλ.: 2610 361 600
Θεσ/νίκη: Φράγκων 1, 546 26 • Τηλ.: 2310 532 134



member of Europe's 500
dynamic entrepreneurs



Χριστίνα Κ. Λιβαδά

Λέκτορας Νομικής Σχολής ΕΚΠΑ, Δικηγόρος

Το ΔΣ της Ανώνυμης Εταιρείας και οι κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η επίδραση του θετικού δικαίου

Πρόλογος: **Ευάγγελος Περάκης**

Καθηγητής Νομικής Σχολής ΕΚΠΑ



ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

**The Board of Directors of companies limited by shares
and the rules of Corporate Governance**
The influence of positive law

Christina K. Livada,

Lecturer, Law School, National and Kapodistrian University of Athens

Abstract: The first objective of this study is to highlight the rise of corporate governance in the last decades and the reasons thereof, the way its rules have been integrated in the legal system, as well as the trend of a gradual juridification of its rules, especially following the international financial crisis (2007-2009). The second objective of the study is to examine how the operation of the board of directors of a limited liability company -and in particular of a listed one- is affected by corporate governance rules.

ISBN 978-960-562-496-5

COPYRIGHT

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted, in any form or by any means, without the prior permission of NOMIKI BIBLIOTHIKI S.A., or as expressly permitted by law or under the terms agreed with the appropriate reprographic rights organisation. Enquiries concerning reproduction which may not be covered by the above should be addressed to NOMIKI BIBLIOTHIKI S.A. at the address below.

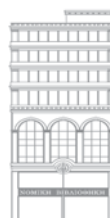
DISCLAIMER

The content of this work is intended for information purposes only and should not be treated as legal advice. The publication is necessarily of a general nature; NOMIKI BIBLIOTHIKI S.A. makes no claim as to the comprehensiveness or accuracy of the information provided; Information is not offered for the purpose of providing individualized legal advice. Professional advice should therefore be sought before any action is undertaken based on this publication. Use of this work does not create an attorney-client or any other relationship between the user and NOMIKI BIBLIOTHIKI S.A. or the legal professionals contributing to this publication.



NOMIKI BIBLIOTHIKI

23, Mavromichali Str., 106 80 Athens Greece
Tel.: +30 210 3678 800 • Fax: +30 210 3678 819
<http://www.nb.org> • e-mail: info@nb.org



member of Europe's 500
dynamic entrepreneurs



© 2016, NOMIKI BIBLIOTHIKI S.A.

Στη μνήμη του αγαπημένου μου πατέρα

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Ο περίφημος ορισμός της εταιρικής διακυβέρνησης ως «τρόπου με τον οποίο οι εταιρίες διοικούνται και ελέγχονται» (έκθεση Cadbury) δεν μπορεί σε καμιά περίπτωση να αποδώσει με ακρίβεια ούτε το εύρος ούτε το βάθος της έννοιας, αλλά ούτε και τον διαχωρισμό της από το καθαρό εταιρικό δίκαιο ή το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς. Οι μνημένοι αναγνωρίζουν την εταιρική διακυβέρνηση και τα προβλήματά της είτε εκ πείρας είτε διαισθητικά, ακόμη και αν δεν έχουν κατά νου τον παραπάνω ορισμό, αυτό όμως βέβαια δεν μπορεί να αποτελέσει ικανοποιητική απάντηση στο ερώτημα από πού αρχίζει και πού τελειώνει το εν λόγω γνωστικό αντικείμενο. Αυτό που σε κάποιο βαθμό λύνει το πρόβλημα είναι η αντιμετώπιση της εταιρικής διακυβέρνησης συνολικά και η παρουσίαση της «μεγάλης εικόνας», ολόκληρης δηλ. της θεματολογίας, όπως έχει διαμορφωθεί και σχηματοποιηθεί τις τελευταίες δεκαετίες, ακόμη και αν η θεματολογία αυτή δεν επιβεβαιώνει τον οποιονδήποτε ορισμό. Μάλιστα μια τέτοια μέθοδος ίσως να είναι και η μόνη προς το παρόν δυνατή, αφού η εταιρική διακυβέρνηση βρίσκεται σε εξέλιξη και η ακριβής διατύπωση ενός σταθερού πίνακα περιεχομένων (ακόμη δε περισσότερο: ορισμού) είναι ακόμη πρόωρη. Άλλωστε και η βαρύτητα των επιμέρους προβλημάτων είναι κυμαινόμενη στον χρόνο, π.χ. τα ζητήματα των αμοιβών της εταιρικής διοίκησης αναδείχθηκαν με τρόπο εντονότερο πρόσφατα με την οικονομική κρίση.

Όπως και αν έχει το πράγμα, το εγχείρημα παρουσίασης των (πολλών) θεμάτων της εταιρικής διακυβέρνησης δικαιώνεται αφ' εαυτού. Η εταιρική διακυβέρνηση είναι διαρκώς και διεθνώς στην πρώτη γραμμή της οικονομίας και της επιχειρήσεως. Η καλή διακυβέρνηση θεωρείται απαραίτητο στοιχείο αποφυγής κινδύνων και ανάπτυξης, η κακή διακυβέρνηση έχει ενοχοποιηθεί όχι μόνο μικροσκοπικά, για την κατάρρευση επιχειρήσεων, αλλά και, μακροσκοπικά, για τις οικονομικές κρίσεις (χρηματοπιστωτικές και άλλες), που απανωτά (2008 και μετά) έχουν πλήξει διεθνώς και αλυσιδωτά τις επιχειρήσεις και την οικονομία. Τα κράτη με ελεύθερη οικονομία έχουν λίγο-πολύ το καθένα τον δικό του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, μάλιστα ορισμένα κράτη διαθέτουν περισσότερους κώδικες, που δεν αποκλείεται (και μάλιστα είναι καλό) να βρίσκονται σε ανταγωνισμό μεταξύ τους.

Στο παρόν βιβλίο η κα Χριστίνα Λιβαδά παρουσιάζει τη μεγάλη εικόνα της (λεγόμενης «εσωτερικής») εταιρικής διακυβέρνησης. Το ανά χείρας βιβλίο της προστίθεται στη σειρά άλλων αξιων έργων πάνω στο ζήτημα, και παρουσιάζει τις πιο πρόσφατες διεθνείς εξελίξεις, τις ενωσιακές διεργασίες αλλά και την υιοθέτηση του νέου (2013) «Ελληνικού» Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Η εργασία της κας Λιβαδά αποτελείται από δύο μέρη. Σε ένα πρώτο μέρος η συγγραφέας προβαίνει στο δύσκολο εγχείρημα της «ένταξης της εταιρικής διακυβέρνησης στο δικαιοικό πλαίσιο». Επιχειρούνται ο εννοιολογικός προσδιορισμός της εταιρικής διακυβέρνησης, η σύνδεσή της με τις εισηγμένες εταιρίες και τη θεωρία της agency, η ανίχνευση των ιστορικών της καταβολών, καθώς

και η εξέταση της φύσης των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης ως ήπιου δικαίου, εν μέρει διαψευδόμενης στην Ελλάδα αφενός μεν με τον Ν 3016/2002, αφετέρου δε με τον τραπεζικό νόμο 4261/2014. Η συγγραφέας, ήδη από την εποχή της διδακτορικής της διατριβής (βλ. *Λιβαδά, Κώδικες δεοντολογίας του χρηματοοικονομικού τομέα. Νομική φύση και λειτουργία, 2004*), έχει ασχοληθεί σε βάθος με τη φύση και τη χρήση του ήπιου δικαίου. Σε σχέση με τα παραπάνω, ιδιαίτερο ενδιαφέρον έχουν οι αναπτύξεις για τη «δήλωση» εταιρικής διακυβέρνησης και την αρχή «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση». Η συγγραφέας αναλύει το περιεχόμενο της δήλωσης, όπως έχει εισαχθεί στο ελληνικό δίκαιο στη βάση σχετικών Οδηγιών, και τονίζει ότι η δήλωση αυτή δεν συνεπάγεται υποχρέωση της εταιρίας να ακολουθεί κάποιο κώδικα (εκτός αν κάτι τέτοιο επιβάλλεται από τον νόμο). Η εταιρία είναι ελεύθερη να ακολουθεί εναλλακτικές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης ή και να μην ακολουθεί καθόλου τέτοιες πρακτικές (ή κώδικα). Πράγματι, είναι γνωστό (και πρέπει να τονίζεται) ότι η μη τήρηση των διατάξεων του κώδικα δεν αποτελεί αμάρτημα. Όχι μόνο η μη τήρηση απόκειται στις επιχειρηματικές επιλογές της εταιρικής διοίκησης, που μπορεί να θεωρεί ότι για τη συγκεκριμένη εταιρία η τήρηση δεν ενδείκνυται, αλλά δεν αποκλείεται η διαχείριση μιας εταιρίας να είναι υπό συγκεκριμένες συνθήκες καλύτερη αν δεν ακολουθηθεί ο κώδικας.

Ιδιαίτερα ενδιαφέρον είναι το δεύτερο μέρος, που αφορά στη διασφάλιση της αποτελεσματικής λειτουργίας του διοικητικού συμβουλίου. Η συγγραφέας περιγράφει και αποτιμά το «μονιστικό» (one-tier) σύστημα, όπου η εποπτεία και ο έλεγχος ασκούνται «ενδοοργανικά», και το δυαδικό σύστημα (two-tier system), όπου ο έλεγχος της διοίκησης γίνεται από χωριστό όργανο, υπάρχουν όμως και ενδιάμεσες μορφές διοίκησης (π.χ. στην Ιταλία και τις σκανδιναβικές χώρες). Η συγγραφέας παρατηρεί ότι η κάθε χώρα είναι κατά το μάλλον ή ήττον προσκολλημένη στο δικό της, παραδοσιακό σύστημα («path dependency»). Ένα ενδιαφέρον ερώτημα είναι η αξιολόγηση των δύο βασικών συστημάτων, κάτι τέτοιο όμως, αν και έχει επιχειρηθεί, δεν έχει καταλήξει σε οριστικά συμπεράσματα, αφού, όπως και η συγγραφέας παρατηρεί, κάθε σύστημα έχει τα πλεονεκτήματα και τις αδυναμίες του, σε βαθμό που δεν μπορεί να διαγνωσθεί με ακρίβεια η υπεροχή του ενός ή του άλλου. Διεξοδική είναι η ανάλυση της διάκρισης εκτελεστικών και με εκτελεστικών μελών στο μονιστικό σύστημα, καθώς και η ανάπτυξη των αφορώντων στα ανεξάρτητα μέλη.

Στη συνέχεια, η συγγραφέας προσανατολίζει την έρευνά της σε δύο ορισμένα ειδικά θέματα γύρω από τη λειτουργία του δ.σ., που είναι ιδιαίτερα κρίσιμα και συγκροτούν μια δυσχερή στην ανάλυσή της θεματολογία. Το πρώτο είναι οι επιτροπές (ελέγχου, αποδοχών, ανάδειξης υποψηφίων μελών του διοικητικού ή εποπτικού οργάνου, διαχείρισης κινδύνων), ικανές να ενισχύσουν τον ρόλο των μη εκτελεστικών μελών ή του εποπτικού οργάνου και διαφοροποιημένες ανάλογα με το αν πρόκειται για επιχείρηση εντός ή εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα. Το δεύτερο αφορά στο εξαιρετικά ευαίσθητο και έντονα κοινωνικοπολιτικά φορτισμένο (ιδίως μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση) θέμα της πολιτικής αποδοχών, με ρυθμίσεις για τη διακυβέρνηση στο θέμα αυτό (με παρέμβαση της επιτροπής αποδοχών και εισαγωγή του κανόνα «say on pay»), τον σχεδιασμό των αποδοχών και τη διαφάνεια.

Αυτή είναι η βασική δομή του βιβλίου, που κατορθώνει να παρουσιάσει ολόκληρη τη σύγχρονη προβληματική της εταιρικής διακυβέρνησης. Χρήσιμο είναι να παρατεθούν ορισμένες βασικές ιδέες της συγγραφέως.

1. Εν πρώτοις το βιβλίο αναδεικνύει τη σχετικότητα πολλών στοιχείων που συνθέτουν την εταιρική διακυβέρνηση, ξεκινώντας από το εύρος της ίδιας της έννοιας. Η εταιρική διακυβέρνηση προσδιορίζεται θετικά (γίνεται δεκτός ως εκκίνηση ο ορισμός της έκθεσης Cadbury), ταυτόχρονα όμως ετεροπροσδιορίζεται από το εταιρικό δίκαιο, με το οποίο συμπλέει. Και είναι αυτό ακριβές: Όσο λιγότερο ρυθμίζεται το ζήτημα της εταιρικής διοίκησης από τον νόμο (στην Αγγλία οι σχετικές διατάξεις για το δ.σ. είναι υποτυπώδεις), τόσο αυξάνεται το πεδίο των κανόνων της εταιρικής διακυβέρνησης. Σε κάθε περίπτωση η ρύθμιση της διοίκησης υπακούει στις ανάγκες που έχει αναδείξει η κατασκευή της agency, ως διαγνωστικού και ερμηνευτικού εργαλείου, συνιστάμενες στην αποτροπή (ιδίως στις μεγάλες εταιρίες) της παθολογίας που δημιουργεί η εξυπηρέτηση ιδίων συμφερόντων και η ανάληψη υπέρμετρων κινδύνων. Η συγγραφέας εύστοχα παρατηρεί ότι η εταιρική διακυβέρνηση περιέχει μεν έναν πυρήνα ζητημάτων, που αφορούν το οργανωτικό κομμάτι της διοίκησης και ελέγχου τη εταιρίας (και αυτό ανήκει στο εταιρικό δίκαιο, από το οποίο οι κανόνες των κωδίκων εκκινούν και στο οποίο στηρίζονται), από κει και πέρα όμως οι κατιδίαν «συνταγές» στηρίζονται σε επιλογές που ποικίλουν ανά εταιρία, εποχή, χώρα, εταιρικό σκοπό και βέβαια τις κρατούσες εκάστοτε αντιλήψεις για την οικονομία και την ιδιωτική πρωτοβουλία. Η φύση των κανόνων αυτών ως ήπιου δικαίου στηρίζεται ακριβώς σ' αυτό, ότι δηλ. είναι σκοπιμότερο οι κανόνες αυτοί να είναι ενδεικτικοί, με το χάρισμα της ευελιξίας και ελαστικότητας, παρά να έχουν την υποχρεωτικότητα του εταιρικού δικαίου. Συμμερίζεται συνεπώς η συγγραφέας τους δισταγμούς που έχουν αποτρέψει τη σύνταξη πανευρωπαϊκού Κώδικα, ενώ η ΕΕ σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης προχωρεί περισσότερο με συστάσεις.

2. Ένα επόμενο σημείο σχετικότητας είναι η περίμετρος εφαρμογής των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης. Αν δηλ. η εφαρμογή αυτή πρέπει να περιορίζεται σε όλες τις εισηγμένες εταιρίες (στις οποίες οι κώδικες εταιρικής αποτελούν πράγματι προνομιακό πεδίο εφαρμογής) ή να μην εκτείνεται σε ορισμένες από αυτές, ιδίως εκείνες με χαμηλή διασπορά ή εισηγμένες σε μη ρυθμιζόμενες αγορές, ή (αντίστροφα) να επεκτείνεται και σε μη εισηγμένες, των οποίων το μέγεθος και οι δημιουργούμενοι κίνδυνοι δικαιολογούν την υπαγωγή σε κανόνες διακυβέρνησης. Η συζήτηση είναι μεγάλη, γεγονός όμως είναι ότι ως αρχή εξακολουθεί η σύνδεση της εταιρικής διακυβέρνησης με τις εισηγμένες, και βέβαια με τα πιστωτικά ιδρύματα, που έτσι κι αλλιώς έχουν τη μεγαλύτερη ανάγκη. Μάλιστα στην περίπτωση των τελευταίων ορθά υποστηρίζεται από τη συγγραφέα ότι οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης (θεσπιζόμενοι με τον τραπεζικό νόμο) υπερβαίνουν τις ανάγκες της διακυβέρνησης και ανήκουν στο νομοθετικό πλαίσιο διασφάλισης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας. Άλλα σημεία σχετικότητας είναι τα μοντέλα διοίκησης ανά χώρα, η τυπολογία των κωδίκων (δημόσιων ή ιδιωτικών, μεικτών), ο τρόπος παρακολούθησης της τήρησής τους (από το όργανο που εξέδωσε τον Κώδικα, δημόσια αρχή, επιτροπές κλπ.), ο βαθμός συγκέντρωσης ή διασποράς των μετοχών, κ.ά.

3. Ένα άλλο σημείο που αξίζει να προσεχθεί είναι η συζήτηση γύρω από το ήπιο

δίκαιο, που κατά παράδοση χαρακτηρίζει τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης. Όπως ελέχθη, τέτοιοι κανόνες απαντώνται και σε νόμους, ενώ «υβρίδιο» είναι η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης με τα χαρακτηριστικά της «συμμόρφωσης ή αιτιολόγησης». Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης δεν χάνουν τον χαρακτήρα τους ως ήπιου δικαίου για μόνο τον λόγο ότι η δήλωση προβλέπεται από τον νόμο, ακριβώς διότι η δήλωση αφορά τη συμμόρφωση με ήπιο δίκαιο, είναι δηλ. μέσο διαφάνειας και πληροφόρησης μετόχων και επενδυτών για το αν και σε ποια έκταση ακολουθούνται είτε ο Κώδικας είτε οι άλλες πρακτικές. Εύστοχα η συγγραφέας διατυπώνει τούτο: «Η αρχή ‘συμμόρφωση ή αιτιολόγηση’ αποτελεί [...] ένα υβριδικό εργαλείο ρυθμιστικής παρέμβασης, το οποίο συνδυάζει το θετικό και το ήπιο δίκαιο με γνώμονα την αξιοποίηση των πλεονεκτημάτων και των δύο κατηγοριών κανόνων δικαίου». Η υβριδικότητα - εξηγεί η συγγραφέας - δεν οφείλεται μόνο στη φύση των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, που συμβιβάζεται δύσκολα με τις νομικές επιταγές, αλλά και στην αδυναμία εκγενίκευσης των σχετικών πρακτικών είτε σε διαιτητικό επίπεδο, όπου δηλ. οι εταιρίες είναι έντονα διαφοροποιημένες, είτε σε ενωσιακό επίπεδο, σε χώρο δηλ. όπου οι διαφορές δεν είναι ευκαταφρόνητες και όπου η προσπάθεια εναρμόνισης δεν θα είχε κάποια προφανή σκοπιμότητα. Η πιο ενδιαφέρουσα επισήμανση όμως της συγγραφέως είναι ότι η αρχή «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» αποτελεί το τελευταίο «καταφύγιο» και «προπύργιο» του ήπιου δικαίου. Φόβος της είναι ότι αν η αρχή αυτή αποτύχει «ενδέχεται σοβαρά να εγκαταλειφθεί πλέον οριστικά το ήπιο δίκαιο και στο πεδίο αυτό». Ακόμη περισσότερο που η συγγραφέας παρατηρεί μια αυξανόμενη τάση θέσπισης νομοθετικών κανόνων για την εταιρική διακυβέρνηση, φαινόμενο που παρατηρείται και στην Ελλάδα με τον Ν 3016/2002.

4. Ένα ακόμη σημείο που αξίζει να προσεχθεί είναι η απομυθοποίηση και η κριτική κάποιων «σταθερών», που με τον καιρό έχουν αναχθεί σε συστατικά στοιχεία της εταιρικής διακυβέρνησης. Τα ανεξάρτητα, μη εκτελεστικά και εκτελεστικά μέλη του δ.σ., καθώς και οι διάφορες επιτροπές, που οι Κώδικες δεν παραλείπουν να ρυθμίσουν, είναι μεν καλές πρακτικές, δεν αποτελούν όμως ικανή συνθήκη μιας καλής διακυβέρνησης, αν τα μέλη αυτά δεν είναι σε θέση να ασκήσουν τα καθήκοντά τους με γνώσεις, πληροφόρηση, χρόνο, διαθεσιμότητα, κύρος και δυνατότητα αντίστασης στην ισχύ των ασκούντων την εταιρική διοίκηση. Και δεν είναι τυχαίο ότι η επιλογή των διοικήσεων των τραπεζών δεν γίνεται τόσο με τους όρους εκτελεστικών και μη μελών, αλλά με βάση τα προσόντα, τις γνώσεις και τις δεξιότητές τους.

Το βιβλίο της κας Λιβαδά δίνει ερεθίσματα για πολλές σκέψεις και είναι βέβαιο ότι θα βοηθήσει τη συζήτηση σε ένα πεδίο έρευνας που βρίσκεται και θα βρίσκεται για πολύ καιρό στην επικαιρότητα.

Ευάγγελος Περάκης

Νοέμβριος 2015

ΠΡΟΛΟΓΟΣ ΣΥΓΓΡΑΦΕΩΣ

Η δυναμική της εταιρικής διακυβέρνησης υπήρξε από την πρώτη στιγμή της θεσμικής ανάδειξής της -στα μέσα της δεκαετίας του 1970 στις ΗΠΑ- ιδιαίτερα μεγάλη και σε λίγα χρόνια απέκτησε πολύ μεγάλη διάδοση και επιρροή στις έννομες τάξεις της πλειοψηφίας των κρατών σε παγκόσμιο επίπεδο. Σε συνέχεια σημαντικών εταιρικών σκανδάλων στις ΗΠΑ στις αρχές της δεκαετίας του 2000 και ακολούθως, ιδιαίτερα δε σε συνέχεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης των ετών 2007-2009, το ενδιαφέρον για την εν λόγω θεματική εντάθηκε ακόμη περισσότερο, καθώς θεωρήθηκε ότι αδυναμίες στην εταιρική διακυβέρνηση συνέβαλαν τόσο στην εκδήλωση των σκανδάλων όσο και στην εκδήλωση και κυρίως την ένταση της κρίσης.

Στο πλαίσιο αυτό, γεννήθηκαν προβληματισμοί και ελήφθησαν συγκεκριμένα μέτρα τόσο σε διεθνές όσο και σε ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο για τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των κανόνων της. Τα μέτρα αυτά αφορούσαν εν πρώτοις την εταιρική διακυβέρνηση των επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού συστήματος, επεκτάθηκαν όμως στη συνέχεια -με άλλη μορφή- και στις επιχειρήσεις οι οποίες αποτελούν το προνομιακό πεδίο της θεματικής της, δηλαδή τις εταιρείες οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά.

Η παρούσα μελέτη επιχειρεί να αναδείξει τη συνολική προβληματική της εταιρικής διακυβέρνησης και τον τρόπο με τον οποίο οι κανόνες της εντάσσονται στο δικαϊκό πλαίσιο, την επιρροή την οποία άσκησε η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση στη μορφή και το περιεχόμενο των κανόνων της, καθώς και την επίδραση των κανόνων της στον τρόπο λειτουργίας του διοικητικού οργάνου της ανώνυμης εταιρείας που εκάστοτε αφορούν. Η ηθελημένη επικέντρωση στο διοικητικό όργανο οφείλεται στο ότι η ίδια η ιδέα της εταιρικής διακυβέρνησης εκκινεί από αυτό, κυρίως λόγω της σύνδεσης της εταιρικής διακυβέρνησης με τον καταλυτικό ρόλο του διοικητικού οργάνου στις πολυμετοχικής σύνθεσης εισηγμένες ανώνυμες εταιρείες.

Η μελέτη ολοκληρώθηκε στις 30 Νοεμβρίου 2015 και συνεπώς, έχουν ληφθεί υπόψη οι εξελίξεις μέχρι και την ημερομηνία αυτή. Τυχόν λάθη και παραλείψεις βαρύνουν αποκλειστικά τη γράφουσα.

Το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης είχα την τύχη να συζητήσω για πρώτη φορά με τον Καθηγητή κ. Ευάγγελο Περάκη, ο οποίος μου έκανε την πολύ μεγάλη τιμή να προλογίσει την παρούσα μελέτη. Θα ήθελα λοιπόν στο σημείο αυτό να τον ευχαριστήσω εκ βάθους καρδιάς όχι μόνο γι' αυτό αλλά και για την αμέριστη και διαρκή υποστήριξή του στην ακαδημαϊκή μου προσπάθεια, ήδη από την επίβλεψη της διδακτορικής μου διατριβής.

Ιδιαίτερα θα ήθελα να ευχαριστήσω επίσης τον Καθηγητή κ. Χρήστο Γκόρτσο, με τον οποίο συζήτησα στην πορεία της συγγραφής διάφορες πτυχές του θέματος και ο οποίος, πέραν των πολύτιμων υποδείξεών του στην ίδια τη μελέτη, με

Βοήθησε να αντιληφθώ τους εγγενείς περιορισμούς της προβληματικής και να εμβαθύνω στο θέμα. Τον ευχαριστώ επίσης θερμότατα για τη διαρκή στήριξή του κατά τη συγγραφή της μελέτης.

Θερμότατες ευχαριστίες οφείλω ακόμη στον Καθηγητή κ. Γεώργιο Καλλιμόπουλο για τις καίριες και ουσιαστικές υποδείξεις του στη μελέτη, στην κα Βασιλική Λαζαράκου, τ. Αντιπρόεδρο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, για τη συνδρομή της στην αναζήτηση αδημοσίευτων δικαστικών αποφάσεων στη θεματική και στην κα Ευρυδίκη Πούντζα, φιλόλογο, η οποία για μια ακόμη φορά επιμελήθηκε με ιδιαίτερη φροντίδα το κείμενο.

Η άρτια έκδοση ανήκει στη Νομική Βιβλιοθήκη. Στο πλαίσιο αυτό, θέλω να ευχαριστήσω θερμά τον κ. Αντώνη Καρατζά και την κα Λίλα Καρατζά για την άριστη συνεργασία, όπως επίσης και τον κ. Θεόδωρο Στίγκα για την άρτια επιμέλεια του κειμένου.

Η μελέτη αφιερώνεται στη μνήμη του αγαπημένου μου πατέρα, ο οποίος έφυγε από τη ζωή έξι μήνες πριν από την ολοκλήρωση της συγγραφής της. Του οφείλω και θα του οφείλω τόσα πολλά.

Αθήνα, 30 Νοεμβρίου 2015

ΑΚΡΩΝΥΜΙΑ

Ελληνικά

Αδημ.:	αδημοσίευτη
ΑΚ:	Αστικός Κώδικας
ΑΠ:	Άρειος Πάγος
Αρ.:	αριθμός
Βλ.:	βλέπε
ΔΕΕ:	Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης
ΔΕΕ:	Δίκαιο Επιχειρήσεων § Εταιριών
ΔΕφ:	Διοικητικό Εφετείο
ΔικΑΕ:	Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας
ΕΑΤ:	Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών
ΕΒΕΑ:	Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο Αθηνών
Ε.Ε.:	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΕμπΔ:	Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου
ΕΕΜ:	Ενιαίος Εποπτικός Μηχανισμός
ΕΕΤ:	Ελληνική Ένωση Τραπεζών
ΕΘΕ:	Ένωση Θεσμικών Επενδυτών
ΕΚ:	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
ΕΚΕΔ:	Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης
ΕΚΤ:	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
ΕλλΔνη:	Ελληνική Δικαιοσύνη
ΕΛΤΕ:	Επιτροπή Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχων
ΕΠΑΘ:	Επιτροπή Πιστωτικών και Ασφαλιστικών Θεμάτων
Επιμ.:	επιμέλεια
ΕπισκΕμπΔ:	Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου
ΕΣΕΔ:	Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης
ΕΤραΕΧρΔ:	Επιθεώρηση Τραπεζικού, Αξιογραφικού και Χρηματιστηριακού Δικαίου
Εφ:	Εφετείο
ΕΧΑΕ:	Ελληνικά Χρηματιστήρια ΑΕ
ΚΝ:	κωδικοποιημένος νόμος
ΚΠολΔ:	Κώδικας Πολιτικής Δικονομίας
ΜΟΔ:	Μηχανισμός Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης

ΜΠρωτ:	Μονομελές Πρωτοδικείο
Ν:	νόμος
ΝοΒ:	Νομικό Βήμα
Ο.Δ.ΔΗ.Χ.:	Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους
ΟΛ.:	ολομέλεια
ΟΟΣΑ:	Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης
ΠΔ:	Προεδρικό Διάταγμα
ΠΜΔ:	Πολυμελής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης
ΠΠρ:	πολυμελές πρωτοδικείο
ΣΕΒ:	Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών
ΣΕΚ:	Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Κοινότητα
ΣΛΕΕ:	Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης
ΣτΕ:	Συμβούλιο της Επικρατείας
ΣΧΣ:	Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας
ΤτΕ:	Τράπεζα της Ελλάδος
ΤΧΣ:	Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας
ΧρηΔικ:	Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο
ΧρΙΔ:	Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου

Αλλοδαπά

ABI:	Association of British Insurers
AFEP:	Association Française des Entreprises Privées
AIC:	Association of Investment Companies
AktG:	AktienGesetz
ALI:	American Law Institute
BCBS:	Basel Committee on Banking supervision
CEBS:	Committee of European Banking Supervisors
CNMV:	Comisión Nacional Del Mercado de Valores
CP :	Consultation Paper
CRD III:	Capital Requirements Directive III (Directive 2010/76/EU)
CRD IV:	Capital Requirements Directive IV (Directive 2013/36/EU)
CRR:	Capital Requirements Regulation
EBA:	European Banking Authority
EBOR:	European Business Organisation Law Review
ECFR:	European Company and Financial Law Review
ECGI:	European Corporate Governance Institute
Ed. :	edition
EUCGF:	European Corporate Governance Forum

FCA:	Financial Conduct Authority
FEB:	Fédération des Entreprises de Belgique
FEE:	Federation of European Accountants
FRC:	Financial Reporting Council
FSA:	Financial Services Authority
FSB:	Financial Stability Board
FSF:	Financial Stability Forum
HCGE:	Haut Comité de Gouvernement d'Entreprise
IAIS:	International Association of Insurance Supervisors
IMA:	Investment Management Association
MEDEF:	Mouvement des Entreprises de France
MiFID:	Markets in Financial Instruments Directive
NAPF:	National Association of Pension Funds
OECD:	Organisation for Economic Co-operation and Development
Sec.:	section
SEC:	Securities and Exchange Commission
SOX:	Sarbanes Oxley Act

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ	IX
ΠΡΟΛΟΓΟΣ ΣΥΓΓΡΑΦΕΩΣ	XIII
ΑΚΡΩΝΥΜΙΑ	XV
Εισαγωγή	1

Μέρος πρώτο Η ένταξη της εταιρικής διακυβέρνησης στο δικαίικό πλαίσιο

Κεφάλαιο πρώτο

Εννοιολογικός προσδιορισμός και ιστορική προέλευση της εταιρικής διακυβέρνησης

A. Η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης	9
1. Οι ορισμοί οι οποίοι αποτελούν το σημείο αναφοράς.....	9
1.1 Η έκθεση Cadbury	9
1.2 Οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ.....	10
1.3 Λοιποί ορισμοί	11
2. Η σχετικότητα της έννοιας.....	14
3. Η σύνδεση της εταιρικής διακυβέρνησης με την οικονομική θεωρία της διαχείρισης αλλοτρίων συμφερόντων (agency theory).....	16
3.1 Η ανάθεση της διοίκησης της ανώνυμης εταιρείας σε τρίτα πρόσωπα	16
3.2 Οι βασικές σχέσεις στην ανώνυμη εταιρεία οι οποίες χρήζουν αντιμετώπισης στο πλαίσιο της θεωρίας της διαχείρισης αλλοτρίων συμφερόντων.....	19
3.3 Ο κύριος στόχος της εταιρικής διακυβέρνησης.....	21
B. Η ιστορική προέλευση της εταιρικής διακυβέρνησης	23
1. Οι παράγοντες που συνέβαλαν στην εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης στις ΗΠΑ	23

2. Η ιστορική εξέλιξη των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης.....	26
2.1 Η περίοδος από το 2000 μέχρι τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2007	26
2.2 Η επίδραση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007-2009).....	28
3. Η ενασχόληση με την εταιρική διακυβέρνηση στα ευρωπαϊκά κράτη	29
3.1 Η καθοριστικής σημασίας επιρροή του Ηνωμένου Βασιλείου.....	29
3.2 Η έκθεση Cadbury και οι κεντρικές επιλογές της στη διαμόρφωση των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης.....	32
3.3 Οι διάδοχοι εκθέσεις	36
3.4 Η εξέλιξη σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες	37
3.5 Η εξέλιξη στην Ελλάδα	38
Ενδιάμεσο πόρισμα	41

Κεφάλαιο δεύτερο

Η διαμόρφωση του ενωσιακού πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης

A. Οι δράσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και η ανάληψη πρωτοβουλιών μέχρι την πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση (2007-2009).....	43
1. Η πρόταση της 5ης εταιρικής Οδηγίας.....	43
2. Η έκθεση Winter και η Ανακοίνωση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής του 2003 για την εταιρική διακυβέρνηση	44
3. Η θέσπιση συγκεκριμένων μέτρων για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ε.Ε. - Επισκόπηση	46
B. Η επιρροή της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007-2009).....	49
1. Η σύνδεση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης με την εταιρική διακυβέρνηση	49
2. Η αντίδραση σε ευρωπαϊκό επίπεδο σε σχέση με τα πιστωτικά ιδρύματα	51
2.1 Η έκθεση de Larosière και οι πρώτες αντιδράσεις στη θεματική των πολιτικών αποδοχών	51
2.2 Οι λοιπές πρωτοβουλίες οι οποίες οδήγησαν στην έκδοση της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ	53
3. Η αντίδραση σε ευρωπαϊκό επίπεδο σε σχέση με τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.....	56
Ενδιάμεσο πόρισμα	60

Κεφάλαιο τρίτο

Το πεδίο εφαρμογής των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης

A. Οι εισηγμένες εταιρείες	62
1. Η παραδοσιακή σύνδεση των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης με τις εισηγμένες εταιρείες	62
1.1 Οι βασικοί λόγοι της διασύνδεσης.....	62
1.2 Εταιρική διακυβέρνηση μη εισηγμένων εταιρειών	64
2. Η διαφοροποίηση των αναγκών εταιρικής διακυβέρνησης μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών εισηγμένων εταιρειών	66
2.1 Οι βασικές διακρίσεις	66
2.2 Οι ανάγκες διαφοροποίησης στο παράδειγμα των ανεξάρτητων εταιρικών διοικήτων	67
3. Εταιρική διακυβέρνηση εταιρειών οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά και σε εναλλακτικούς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης	70
3.1 Η διαφορετική ρυθμιστική αντιμετώπιση της ρυθμιζόμενης αγοράς από τον ΠΜΔ.....	70
3.2 Τα επιχειρήματα υπέρ και κατά ως προς την εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στις «εισηγμένες» εκτός ρυθμιζόμενης αγοράς εταιρείες	71
B. Ειδικά: Η θεσμοθέτηση ξεχωριστού πλαισίου για την εταιρική διακυβέρνηση των τραπεζών	74
1. Το πλαίσιο αναφοράς.....	74
2. Οι ιδιαιτερότητες των τραπεζών σε σχέση με τις λοιπές κατηγορίες εταιρειών	76
2.1 Οι εγγενείς κίνδυνοι	76
2.2 Ο κίνδυνος μετάδοσης προβλημάτων	77
3. Η επίδραση των ιδιαιτεροτήτων της λειτουργίας των τραπεζών στην εταιρική τους διακυβέρνηση.....	79
3.1 Τα δυνητικά πεδία συγκρούσεων συμφερόντων.....	79
3.2 Η συμβολή της εταιρικής διακυβέρνησης στην άσκηση εποπτείας	80
3.3 Οι λόγοι που υπαγορεύουν την ανάπτυξη ειδικού πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης για τις τράπεζες	81
4. Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης στις λοιπές εταιρείες του χρηματοπιστωτικού συστήματος.....	82
4.1 Η προβληματική.....	82

4.2 Επισκόπηση νομικών πράξεων του χρηματοπιστωτικού δικαίου με αναφορές στην εταιρική διακυβέρνηση.....	83
Ενδιάμεσο πόρισμα	85

Κεφάλαιο τέταρτο

Η υποχρέωση δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης και η αρχή «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»

A. Ο καθιερούμενος με το ευρωπαϊκό δίκαιο κανόνας της ετήσιας δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης.....	88
1. Η υποχρέωση υποβολής δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης.....	88
1.1 Η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης ως τμήμα της ετήσιας έκθεσης διαχείρισης του διοικητικού οργάνου.....	88
1.2 Η μορφή της δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης.....	90
2. Περιεχόμενο και έλεγχος της δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης.....	92
2.1 Το περιεχόμενο.....	92
2.2 Έλεγχος και ευθύνη σε ό,τι αφορά τη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης.....	97
B. Η αρχή «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση».....	99
1. Η προέλευση και τα ουσιώδη χαρακτηριστικά της αρχής, όπως καθιερώθηκε στο Ηνωμένο Βασίλειο.....	99
2. Η υιοθέτηση της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» στο ευρωπαϊκό δίκαιο	102
2.1 Τα πρώτα βήματα	102
2.2 Η καθιέρωση της αρχής με την Οδηγία 2006/46/EK και (πλέον με) την Οδηγία 2013/34/EE	104
3. Η εφαρμογή της αρχής.....	105
3.1 Τα προβλήματα κατά την εφαρμογή της αρχής και η έκδοση της Σύστασης 2014/208/EE της Επιτροπής	105
3.2 Κοινά χαρακτηριστικά της Σύστασης και του βρετανικού κώδικα.....	108
Γ. Ο συνδυασμός μέσω της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» ήπιου και θετικού δικαίου.....	110
1. Η νομική φύση της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» δυνάμει του άρθρου 20 της Οδηγίας 2013/34/EE	110

2. Ο έλεγχος της τήρησης της αρχής.....	113
2.1 Τα τρία δυναμικά επίπεδα ελέγχου	113
2.2 Το δεύτερο επίπεδο ελέγχου	114
2.2.1 Τα όρια του ελέγχου.....	114
2.2.2 Ειδικά: ο ενδεδειγμένος έλεγχος του δεύτερου επιπέδου από τις εποπτικές αρχές - Το παράδειγμα της Ισπανίας.....	116
2.3 Το τρίτο επίπεδο ελέγχου	119
2.4 Ο ρόλος των ελεγκτών	122
2.5 Ειδικά: το παράδειγμα του ελληνικού δικαίου.....	123
Ενδιάμεσο πόρισμα	124

Κεφάλαιο πέμπτο

Η νομική φύση των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης

A. Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης ως κανόνες ήπιου δικαίου	128
1. Η υιοθέτηση κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης σε εθνικό επίπεδο	128
1.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	128
1.2 Η προβληματική της υιοθέτησης ενός πανευρωπαϊκού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης	129
1.3 Η τυπολογία των εθνικών κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης	131
2. Η νομική φύση των κανόνων των κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης.....	136
2.1 Κανόνες οι οποίοι δεν είναι νομικά εξαναγκαστοί.....	136
2.2 Η αρχή «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» και οι κώδικες ως σημείο αναφοράς σύμφωνα με την εθνική νομοθεσία	139
3. Οι Συστάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στη θεματική της εταιρικής διακυβέρνησης.....	140
3.1 Οι βασικοί λόγοι επιλογής της υιοθέτησης Συστάσεων	140
3.2 Αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας της εφαρμογής των Συστάσεων της Επιτροπής.....	143
B. Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης ως κανόνες εταιρικού δικαίου, ως κανόνες δικαίου της κεφαλαιαγοράς ή ως κανόνες δημοσίου τραπεζικού δικαίου	146
1. Κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης και εταιρικό δίκαιο.....	146
1.1 Το εταιρικό δίκαιο ως σημείο εκκίνησης των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης.....	146
1.2 Δικαιώματα των μετόχων και εταιρική διακυβέρνηση	149

2. Κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης και δίκαιο της κεφαλαιαγοράς	153
2.1 Οι κανόνες για τις εισηγμένες εταιρείες και η υποχρέωση υποβολής δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης.....	153
2.2 Ειδικά ο Ν 3016/2002	155
3. Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης ως κανόνες δημοσίου τραπεζικού δικαίου	157
3.1 Εταιρική διακυβέρνηση και χρηματοπιστωτική σταθερότητα	157
3.2 Η άμεση διασύνδεση των κανόνων της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ για την εταιρική διακυβέρνηση των πιστωτικών ιδρυμάτων με την άσκηση εποπτείας στο πλαίσιο διασφάλισης της τραπεζικής σταθερότητας	160
3.3 Η ενδεχόμενη επίδραση στο εταιρικό δίκαιο	163
Ενδιάμεσο πόρισμα	165

Μέρος δεύτερο

Η διασφάλιση της αποτελεσματικής λειτουργίας του διοικητικού οργάνου

Κεφάλαιο πρώτο

Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης για την άσκηση ελέγχου εντός του διοικητικού οργάνου

A. Ο τρόπος άσκησης ελέγχου εντός του διοικητικού οργάνου ανάλογα με το σύστημα εταιρικής διοίκησης.....	171
1. Το πλαίσιο αναφοράς των συστημάτων εταιρικής διοίκησης.....	171
1.1 Η σχετικότητα της κύριας διάκρισης μεταξύ μονιστικού και δυαδικού συστήματος	171
1.2 Η σύνδεση των συστημάτων εταιρικής διοίκησης με τη δικαιοσύνη παράδοση κάθε έννομης τάξης.....	173
2. Βασικά χαρακτηριστικά του μονιστικού και του δυαδικού συστήματος στο πλαίσιο της άσκησης ελέγχου.....	177
2.1 Το μονιστικό σύστημα.....	177
2.2 Το δυαδικό σύστημα.....	179
3. Κύρια σημεία σύγκλισης μονιστικού και δυαδικού συστήματος στο πλαίσιο της άσκησης ελέγχου.....	182
3.1 Γενική θεώρηση	182

3.2 Διαχωρισμός αρμοδιοτήτων διοικητικού οργάνου: Άσκηση διοίκησης και ελέγχου.....	183
3.2.1 Δυαδικό σύστημα.....	183
3.2.2 Μονιστικό σύστημα.....	185
3.3 Πληροφόρηση.....	187
3.3.1 Δυαδικό σύστημα.....	187
3.3.2 Μονιστικό σύστημα.....	188
B. Ειδικά η διάκριση εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών στο μονιστικό σύστημα.....	189
1. Ο διαχωρισμός των ρόλων εντός του ενιαίου οργάνου και η καθιέρωση του περιεχομένου της διάκρισης μέσω κανόνων ήπιου δικαίου.....	189
1.1 Η βάση του διαχωρισμού στη μετεξέλιξη του διοικητικού συμβουλίου από «συμβουλευτικό» σε «ελεγκτικό» όργανο.....	189
1.2 Ο καθοριστικός ρόλος της έκθεσης Cadbury για την υιοθέτηση του διαχωρισμού μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών.....	192
2. Η καθιέρωση της διάκρισης σε ευρωπαϊκό επίπεδο.....	195
2.1 Οι αναφορές στο ευρωπαϊκό δίκαιο.....	195
2.2 Οι βασικοί κανόνες της Σύστασης 2005/162/EK για τα μη εκτελεστικά μέλη.....	196
3. Η καθιέρωση της διάκρισης στον Ν 3016/2002 και ο Κώδικας του ΕΣΕΔ.....	198
3.1 Το περίγραμμα των αρμοδιοτήτων και των καθηκόντων των μη εκτελεστικών μελών.....	198
3.2 Ο περαιτέρω προσδιορισμός των αρμοδιοτήτων και των καθηκόντων των μη εκτελεστικών μελών.....	202
4. Ζητήματα ευθύνης των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου.....	204
4.1 Η ευθύνη βάσει του Ν 3016/2002.....	204
4.2 Η διαβάθμιση ή ποιοτική διαφοροποίηση της ευθύνης βάσει του άρθρου 22α του ΚΝ 2190/1920.....	205
4.3 Ενδεικτική περιπτώσιολογία.....	207
4.4 Λοιπά ζητήματα.....	209
4.5 Σύνοψη.....	211
Ενδιάμεσο πόρισμα.....	213

Κεφάλαιο δεύτερο

Η προβληματική των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών εταιρικών διοικητών

A. Η καθιέρωση της υποχρέωσης συμμετοχής στο διοικητικό όργανο ανεξάρτητων μη εκτελεστικών εταιρικών διοικητών	216
1. Το πλαίσιο αναφοράς.....	216
2. Η καθιέρωση των ανεξάρτητων εταιρικών διοικητών σε ευρωπαϊκό επίπεδο μέσω της Σύστασης 2005/162/EK της Ευρωπαϊκής Επιτροπής....	219
2.1 Οι κύριοι άξονες των ρυθμίσεων.....	219
2.2 Τα ενδεικτικά κριτήρια προσδιορισμού της ανεξαρτησίας	222
3. Η καθιέρωση νομοθετικών κανόνων για τους ανεξάρτητους εταιρικούς διοικητές.....	223
3.1 Η Οδηγία 2006/43/EK, η τροποποίησή της με την Οδηγία 2014/56/EE και οι «οντότητες δημοσίου συμφέροντος»	223
3.2 Ο προσδιορισμός των κριτηρίων ανεξαρτησίας σε εθνικό επίπεδο	226
B. Παραδείγματα εθνικών ρυθμίσεων για τους ανεξάρτητους εταιρικούς διοικητές.....	229
1. Ο βρετανικός κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης.....	229
1.1 Η συνέπεια του βρετανικού κώδικα με τη Σύσταση 2005/162/EK.....	229
1.2 Η σχετικότητα της βαρύτητας των ανεξάρτητων εταιρικών διοικητών, όπως πλέον αποτυπώνεται στον βρετανικό κώδικα	231
2. Το γερμανικό ρυθμιστικό πλαίσιο	232
2.1 Οι διαφοροποιήσεις από τη Σύσταση 2005/162/EK	232
2.2 Αξιολόγηση	234
3. Το ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο	236
3.1 Τα βασικά χαρακτηριστικά.....	236
3.2 Οι διαφοροποιήσεις από τη Σύσταση 2005/162/EK.....	238
Γ. Αξιολόγηση.....	239
1. Η ασκούμενη κριτική ως προς την αποτελεσματικότητα του θεσμού	239
1.1 Οι κύριες επιφυλάξεις	239
1.2 Λοιπές παρατηρήσεις.....	242
2. Η φθίνουσα πορεία της ανάγκης παρουσίας ανεξάρτητων εταιρικών διοικητών στα διοικητικά όργανα τραπεζών σε συνέχεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης.....	243

2.1 Οι εκθέσεις των διεθνών φορέων	243
2.2 Οι ρυθμίσεις της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ	245
2.3 Ειδικά, το πλαίσιο το οποίο διέπει την επιτροπή ελέγχου των πιστωτικών ιδρυμάτων	248
3. Ο πρόεδρος του διοικητικού οργάνου	249
3.1 Ο διαχωρισμός μεταξύ προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου	249
3.2 Τα επιχειρήματα υπέρ και κατά της ανεξαρτησίας του προέδρου	250
Ενδιάμεσο πόρισμα	252

Κεφάλαιο τρίτο

Οι κανόνες για την αποτελεσματική λειτουργία του διοικητικού οργάνου των πιστωτικών ιδρυμάτων

A. Η διασφάλιση αποτελεσματικής και συνετής διοίκησης	255
1. Οι κύριοι άξονες του καθήκοντος του διοικητικού οργάνου για την αποτελεσματική και συνετή διοίκηση του πιστωτικού ιδρύματος	255
1.1 Το πλέγμα των ρυθμίσεων που εφαρμόζονται στο διοικητικό όργανο των πιστωτικών ιδρυμάτων	255
1.2 Το καθήκον του διοικητικού οργάνου για τον καθορισμό και την επίβλεψη των ρυθμίσεων διακυβέρνησης του πιστωτικού ιδρύματος	256
1.3 Οι κατευθυντήριες γραμμές της ΕΑΤ	259
1.4 Ειδικά η διαχείριση κινδύνων	260
2. Οι υποχρεώσεις των μελών του διοικητικού οργάνου σε ατομική βάση	262
2.1 Οι διατάξεις της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ	262
2.2 Αξιολόγηση	264
3. Ο πρόεδρος του διοικητικού οργάνου	266
3.1 Ο κανόνας περί διαχωρισμού του προέδρου από το διευθύνοντα σύμβουλο	266
3.2 Η ασάφεια ως προς το αν ο πρόεδρος πρέπει να είναι μη εκτελεστικός ή και ανεξάρτητος	267
B. Οι προϋποθέσεις τις οποίες πρέπει να πληροί το διοικητικό όργανο και τα μέλη του	269
1. Ποσοτικοί περιορισμοί στον αριθμό θέσεων μέλους διοικητικού οργάνου	269

1.1 Ο κανόνας.....	269
1.2 Ερμηνευτικά ζητήματα.....	272
2. Προσόντα των μελών του διοικητικού οργάνου και πολυμορφία	275
2.1 Δεξιότητες των μελών του διοικητικού οργάνου.....	275
2.2 Η προβληματική της πολυμορφίας στο διοικητικό όργανο και οι διατάξεις της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ	277
2.3 Αξιολόγηση	279
3. Η αξιολόγηση της καταλληλότητας των μελών του διοικητικού οργάνου από την εποπτική αρχή	282
3.1 Το νομοθετικό πλαίσιο.....	282
3.2 Ερμηνευτικά ζητήματα.....	285
Ενδιάμεσο πόρισμα	288

Κεφάλαιο τέταρτο

Οι επιτροπές του διοικητικού οργάνου

A. Το ρυθμιστικό πλαίσιο για τις εταιρείες εκτός του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την επιτροπή ελέγχου.....	292
1. Τα γενικά χαρακτηριστικά και η ποικιλία ρύθμισης των επιτροπών του διοικητικού οργάνου	292
1.1 Τα γενικά χαρακτηριστικά	292
1.2 Οι βασικές ρυθμίσεις της Σύστασης 2005/162/ΕΚ.....	294
1.3 Η ποικιλία ρύθμισης των επιτροπών του διοικητικού οργάνου σε εθνικό επίπεδο	296
2. Η επιτροπή αποδοχών	298
2.1 Ο ρόλος και οι αρμοδιότητες της επιτροπής αποδοχών κατά τη Σύσταση 2005/162/ΕΚ.....	298
2.2 Η ενίσχυση της επιτροπής αποδοχών σε συνέχεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007-2009)	300
3. Ειδικά η επιτροπή ελέγχου	303
3.1 Η υποχρέωση συγκρότησης επιτροπής ελέγχου και οι εξαιρέσεις	303
3.2 Οι ιδιότητες των μελών της επιτροπής ελέγχου	306
3.3 Τα ελεγκτικά καθήκοντα.....	307
3.3.1 Ο έλεγχος της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και του Συστήματος Εσωτερικού Ελέγχου	307
3.3.2 Ο έλεγχος του εξωτερικού ελεγκτή.....	309
3.3.3 Η παροχή μη ελεγκτικών υπηρεσιών στην ελεγχόμενη οντότητα.....	310

3.4 Τα λοιπά καθήκοντα.....	313
3.4.1 Η υποχρέωση ενημέρωσης του διοικητικού ή του εποπτικού συμβουλίου	313
3.4.2 Η ανάμειξη της επιτροπής ελέγχου στην επιλογή εξωτερικού ελεγκτή	315
B. Ειδικές ρυθμίσεις για τις επιτροπές του διοικητικού οργάνου στα πιστωτικά ιδρύματα	318
1. Συνολική επισκόπηση.....	318
2. Η επιτροπή διαχείρισης κινδύνων	319
2.1 Γενικά χαρακτηριστικά	319
2.2 Οι αρμοδιότητες.....	321
3. Η επιτροπή ανάδειξης υποψηφίων.....	322
3.1 Γενικά χαρακτηριστικά	322
3.2 Οι αρμοδιότητες.....	323
4. Η επιτροπή αποδοχών	325
Ενδιάμεσο πόρισμα	327

Κεφάλαιο πέμπτο

Οι πολιτικές αποδοχών

A. Η γενικότερη προβληματική και οι κανόνες για τις πολιτικές αποδοχών	330
1. Οι κύριες διαστάσεις της προβληματικής.....	330
2. Οι κανόνες διακυβέρνησης για τις εισηγμένες εταιρείες και η στροφή προς το θετικό δίκαιο.....	333
2.1 Η διάρθρωση των κανόνων.....	333
2.2 Η εφαρμογή των Συστάσεων της Επιτροπής και η πρόταση Οδηγίας για την ενίσχυση των δικαιωμάτων των μετόχων	335
3. Η «έκθεση αποδοχών»	337
B. Οι αρμοδιότητες της γενικής συνέλευσης των μετόχων και οι κανόνες για το σχεδιασμό των πολιτικών αποδοχών στις εισηγμένες εταιρείες	341
1. Το ρυθμιστικό πλαίσιο για την ανάμειξη των μετόχων στην πολιτική και την έκθεση αποδοχών της εταιρείας.....	341
1.1 Οι ισχύουσες και οι εν εξελίξει ενωσιακές ρυθμίσεις.....	341

1.2 Εθνικές ρυθμίσεις.....	343
2. Αξιολόγηση	346
2.1 Η προβληματική.....	346
2.2 Ζητήματα τα οποία ανακύπτουν από την ανάμειξη των μετόχων στην πολιτική και την έκθεση αποδοχών της εταιρείας.....	347
2.3 Η συμβατότητα των ρυθμίσεων για την ανάμειξη των μετόχων με τις αρμοδιότητες της γενικής συνέλευσης	350
2.4 Η έλλειψη ενδιαφέροντος των μετόχων.....	353
3. Οι κανόνες για το σχεδιασμό των αποδοχών	356
Γ. Οι κανόνες για τις πολιτικές αποδοχών στα πιστωτικά ιδρύματα	359
1. Η θέσπιση ειδικού ρυθμιστικού πλαισίου.....	359
1.1 Η αντίδραση σε διεθνές επίπεδο	359
1.2 Η αντίδραση σε ευρωπαϊκό επίπεδο και η θέσπιση νομοθετικών κανόνων	362
1.3 Πεδίο εφαρμογής.....	364
2. Οι κανόνες για το σχεδιασμό των πολιτικών αποδοχών	367
2.1 Οι γενικές αρχές	367
2.2 Οι διατάξεις για τα πιστωτικά ιδρύματα τα οποία λαμβάνουν κρατική ενίσχυση.....	368
2.3 Οι διατάξεις για την εξισορρόπηση μεταξύ σταθερών και μεταβλητών αποδοχών	369
2.4 Οι λοιπές διατάξεις για τις μεταβλητές αποδοχές	372
2.5 Ο ρόλος των μη εκτελεστικών μελών και η επίβλεψη των πολιτικών αποδοχών	373
Ενδιάμεσο πόρισμα	376
Τελικό πόρισμα.....	379
Τελική γενική παρατήρηση.....	385

Πηγές και βιβλιογραφία

A. Κείμενα διεθνών οργανισμών και φορέων	387
B. Ευρωπαϊκό δίκαιο	388
1. Κανονισμοί του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου.....	388
2. Οδηγίες του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου.....	389

3. Κανονισμοί της Επιτροπής	391
4. Κανονισμοί της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας	391
5. Συστάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής	391
6. Οδηγίες του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου υπό εκπόνηση	392
7. Κατευθυντήριες γραμμές της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών	392
8. Λοιπά.....	392
Γ. Κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης (όλοι οι κατωτέρω αναφερόμενοι κώδικες είναι διαθέσιμοι ανά χώρα στην ηλεκτρονική διεύθυνση: http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php , εκτός αν γίνεται άλλη ειδική αναφορά)	394
Αυστρία	394
Βέλγιο.....	394
Γαλλία	394
Γερμανία.....	394
Δανία.....	394
Ελβετία	394
Ελλάδα	395
Ηνωμένο Βασίλειο	395
Ισπανία	395
Ιταλία	395
Νορβηγία	395
Ολλανδία	395
Πορτογαλία.....	395
Σουηδία	395
Δ. Λοιπά κείμενα	396
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	396
ΑΛΦΑΒΗΤΙΚΟ ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ	419

Κεφάλαιο τρίτο

Το πεδίο εφαρμογής των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης

A. Οι εισηγμένες εταιρείες

1. Η παραδοσιακή σύνδεση των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης με τις εισηγμένες εταιρείες

1.1 Οι βασικοί λόγοι της διασύνδεσης

Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης σε ευρωπαϊκό επίπεδο εφαρμόζονται, κατά κύριο λόγο, στις εταιρείες οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά (εισηγμένες εταιρείες)²⁷⁰. Κατ' εξαίρεση σε ορισμένες περιπτώσεις τίθεται το ζήτημα της διεύρυνσης του πεδίου εφαρμογής και της λήψης μέτρων εταιρικής διακυβέρνησης και σε άλλους τύπους εταιρειών²⁷¹, χωρίς όμως -επί του παρόντος τουλάχιστον- να έχουν υιοθετηθεί κανόνες σχετικά. Παρεμφερής είναι η προσέγγιση στις ΗΠΑ, καθώς οι διατάξεις του SOX και αρκετές από τις διατάξεις του *Dodd-Frank Act* εφαρμόζονται επίσης σε εισηγμένες εταιρείες. Περαιτέρω, οι κανόνες της συντριπτικής πλειοψηφίας των κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης εφαρμόζεται σε αυτήν την κατηγορία εταιρειών.

Η σύνδεση των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης με τις εταιρείες αυτές είναι δικαιολογημένη στο βαθμό που οι εισηγμένες εταιρείες είναι, κατά κανόνα -σε σχέση με τις μη εισηγμένες-, μεγάλες εταιρείες υψηλής συνήθως κεφαλαιοποίησης και ευρείας διασποράς μετοχών. Λόγω των χαρακτηριστικών τους αυτών, είναι σαφές ότι αποτελούν προνομιακό πεδίο εφαρμογής της θεωρίας της διαχείρισης αλλοτρίων συμφερόντων. Συγκεκριμένα, στις εταιρείες με αυτά τα χαρακτηρι-

270. Ως «ρυθμιζόμενη αγορά» νοείται σύμφωνα με το στοιχείο 14) της παρ. 1 του άρθρου 4 της Οδηγίας 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (MiFID): «πολυμερές σύστημα που το διευθύνει ή το εκμεταλλεύεται διαχειριστής αγοράς και το οποίο επιτρέπει ή διευκολύνει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων -εντός του συστήματος και σύμφωνα με τους κανόνες του που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια -κατά τρόπο καταλήγοντα στη σύναψη σύμβασης σχετικής με χρηματοπιστωτικά μέσα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση βάσει των κανόνων και/ή των συστημάτων του, και το οποίο έχει λάβει άδεια λειτουργίας και λειτουργεί κανονικά σύμφωνα με τις διατάξεις του Τίτλου III». Στο ελληνικό δίκαιο ο αντίστοιχος όρος ο οποίος έχει υιοθετηθεί στον Ν 3606/2007 (άρθρο 2 στοιχείο 10) κατ' ενσωμάτωση της Οδηγίας 2004/39/EK είναι «οργανωμένη αγορά» και στην παρούσα μελέτη χρησιμοποιούνται ταυτόσημα. Επισημαίνεται επίσης ότι ο ορισμός της «ρυθμιζόμενης αγοράς» σύμφωνα με τα προαναφερθέντα διατηρείται αυτούσιος και στην Οδηγία 2014/65/EE του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (άρθρο 4 παρ. 1 στοιχείο 21) (MiFID II). Βλ. *Αυγητίδη* (2014), σελ. 39-41, *Τουντόπουλο* (2015), 53-55, *Ταρνανίδου* (2008), σελ. 83-94, *Ρόκα, Γκόρτσο* (2012), σελ. 308. Βλ. επίσης *Ευρωπαϊκή Επιτροπή* (2011), σελ. 4.

271. *Ευρωπαϊκή Επιτροπή* (2011), σελ. 5.

στικά εμφανίζονται με ιδιαίτερη ένταση αφενός μεν, προβλήματα σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των *agents* και των *principals* και αφετέρου, η διάσπαση ιδιοκτητών και διοικητών και η ανάγκη, συνακόλουθα, διασφάλισης της διαφανούς, ορθής και αποτελεσματικής λειτουργίας του διοικητικού οργάνου με γνώμονα το εταιρικό συμφέρον. Αντίθετα, σε «οικογενειακού χαρακτήρα» μικρού μεγέθους ανώνυμες εταιρείες για παράδειγμα, η διοίκηση της εταιρείας ασκείται συνήθως από τους ίδιους τους κύριους μετόχους της, οπότε δεν τίθεται ή τουλάχιστον όχι με τον ίδιο τρόπο ζήτημα σύγκρουσης συμφερόντων.

Επιπλέον, στις εισηγμένες εταιρείες ανακύπτει η ανάγκη προστασίας των επενδυτών-μετόχων σε αυτές και της εμπιστοσύνης τους στην εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, στη θεμελίωση των οποίων καλείται να συμβάλει, μεταξύ άλλων, και η εταιρική διακυβέρνηση. Ως εκ τούτου, η προβληματική της εταιρικής διακυβέρνησης ξεκίνησε και εξακολουθεί να απασχολεί ιδίως σε σχέση με την εν λόγω κατηγορία εταιρειών. Σε συνέχεια ωστόσο της διαπίστωσης αυτής ανακύπτουν τρία τουλάχιστον ερωτήματα:

(α) Το πρώτο είναι αν οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης είναι δυνατό ή σκόπιμο ή, ενδεχομένως, και αναγκαίο, να εφαρμόζονται και σε άλλες εταιρείες εκτός της προαναφερθείσας κατηγορίας.

(β) Το δεύτερο ερώτημα είναι αν, αντίθετα, οι κανόνες αυτοί δεν αφορούν ή δεν είναι ορθό να αφορούν ούτε καν όλες τις εταιρείες οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά, αλλά μόνον μερικές εξ αυτών και δη τις μεγαλύτερες ή/και εκείνες που διαθέτουν ευρεία διασπορά μετοχών.

(γ) Το τρίτο τέλος ερώτημα που τίθεται είναι αν οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης εφαρμόζονται και στις εταιρείες οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης όχι σε ρυθμιζόμενη αγορά, αλλά σε εναλλακτικό μηχανισμό διαπραγμάτευσης, είτε πρόκειται για πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης²⁷² είτε για οργανωμένο τόπο διαπραγμάτευσης²⁷³.

272. Ως «πολυμερής μηχανισμός διαπραγμάτευσης» νοείται σύμφωνα με το στοιχείο 15) της παρ. 1 του άρθρου 4 της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ: «πολυμερές σύστημα που το εκμεταλλεύεται επιχείρηση επενδύσεων ή διαχειριστής αγοράς και εντός του οποίου συναντώνται πλείονα συμφέροντα τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων -εντός του συστήματος και σύμφωνα με κανόνες που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια - κατά τρόπο καταλήγοντα στην σύναψη σύμβασης σύμφωνα με τις διατάξεις του Τίτλου II». Η αντίστοιχη διάταξη της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ είναι η διάταξη του στοιχείου 22) της παρ. 1 του άρθρου 4. Βλ. *Αυγητίδη* (2014), σελ. 42, *Ρόκα, Γκόρτσο* (2012), σελ. 308, *Τουντόπουλο* (2015), σελ. 55-56.

273. Η έννοια του «μηχανισμού οργανωμένης διαπραγμάτευσης» καθιερώθηκε για πρώτη φορά με την Οδηγία 2014/65/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου. Ως «μηχανισμός οργανωμένης διαπραγμάτευσης» ή «ΜΟΔ» νοείται σύμφωνα με το στοιχείο 23) της παρ. 1 του άρθρου 4 της εν λόγω Οδηγίας: «πολυμερές σύστημα, άλλο από ρυθμιζόμενη αγορά ή ΠΜΔ, και στο οποίο πλείονα συμφέροντα τρίτων για αγορά και πώληση ομολόγων, δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, δικαιωμάτων εκπομπής και παραγωγών μέσων δύνανται να αλληλεπιδρούν στο εσωτερικό του κατά τρόπο που καταλήγει στη σύναψη σύμβασης σύμφωνα με τον τίτλο II της παρούσας οδηγίας». Βλ. *Αυγητίδη* (2014), σελ. 43, *Τουντόπουλο* (2015), σελ. 58.

Σε ό,τι αφορά και τα τρία ως άνω ερωτήματα, θα πρέπει να γίνει εξαρχής κατανοητό ότι ανάλογα με την κατηγορία της εταιρείας ή άλλα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της, οι σκοποί που επιδιώκονται μέσω των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης και οι δικαιολογητικές τους βάσεις διαφοροποιούνται μεταξύ τους. Κοινό σημείο αναφοράς θα μπορούσε να είναι μεν ο βασικός ορισμός της έκθεσης *Cadbury*, σύμφωνα με τον οποίο η εταιρική διακυβέρνηση είναι το σύστημα κανόνων βάσει του οποίου οι εταιρείες διοικούνται και ελέγχονται, είναι όμως προφανές ότι ανάλογα με τον εκάστοτε εταιρικό τύπο ή την κατηγορία της ένωσης προσώπων για την οποία πρόκειται, οι ανάγκες διοίκησης και ελέγχου είναι διαφορετικές μεταξύ τους. Συνεπώς, οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης και οι σκοποί που επιδιώκονται μέσω αυτών διαφοροποιούνται στο μέτρο που διαφοροποιούνται οι εκάστοτε προστατευτές ομάδες προσώπων και οι κίνδυνοι στους οποίους εκτίθενται οι μέτοχοι/εταίροι, αλλά και η εταιρεία εν γένει.

1.2 Εταιρική διακυβέρνηση μη εισηγμένων εταιρειών

Ξεκινώντας από το πρώτο ως άνω ερώτημα, τα τελευταία ιδίως χρόνια η ενασχόληση -μέχρι στιγμής κυρίως σε θεωρητικό επίπεδο- με την εταιρική διακυβέρνηση δεν περιορίζεται μόνο στις εταιρείες οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά, αλλά εκτείνεται και σε άλλες κατηγορίες εταιρειών και οργανισμών, όπως οι δημόσιες επιχειρήσεις²⁷⁴, οι «οικογενειακές-κλειστές εταιρείες»²⁷⁵, οι μη κερδοσκοπικές εταιρείες και τα ιδρύματα²⁷⁶. Επιπροσθέτως, σε συνέχεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007-2009) αναδείχτηκε επίσης η ανάγκη ενίσχυσης της εταιρικής διακυβέρνησης στις τράπεζες, αλλά και γενικότερα στις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο χρηματοπιστωτικό σύστημα ανεξάρτητα από το αν είναι εισηγμένες ή όχι και θεσπίστηκαν διεξοδικοί κανόνες θετικού δικαίου τόσο σε ευρωπαϊκό επίπεδο όσο και στις ΗΠΑ. Εν προκειμένω, η καθιέρωση ειδικού πλαισίου για αυτή την κατηγορία επιχειρήσεων συνδέεται κυρίως με τις ιδιαιτερότητες της λειτουργίας τους και την ανάγκη διασφάλισης πέραν των μετόχων και των καταθετών, αλλά και των ομολογιούχων δανειστών.

Θεσμικά, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, αξίζει να επισημανθεί ότι στην πράσινη βίβλο της Επιτροπής για το ευρωπαϊκό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης, του 2011, ένα από τα ζητήματα που έθεσε η Επιτροπή σε διαβούλευση, υπό την μορφή προκαταρκτικού ερωτήματος, είναι κατά πόσο θα πρέπει να ληφθούν μέτρα σε ευρωπαϊκό επίπεδο για την εταιρική διακυβέρνηση των ιδιωτικών ανωνύμων εταιρειών (*private companies*) ιδίως στο μέτρο που ορισμένες εξ αυτών είναι πολύ μεγάλες και έχουν ιδιαίτερη σημασία για την οικονομία²⁷⁷. Έκτοτε, εξ όσων γνωρίζουμε, δεν έχει αναληφθεί κάποια πρωτοβουλία από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, έχουν όμως εκπονηθεί ορισμένοι κώδικες από ιδιωτικούς φορείς, όπως

274. Βλ. *Hopt* (2013a), σελ. 14 και την εκεί παραπεμπόμενη βιβλιογραφία. Βλ. επίσης τις κατευθυντήριες γραμμές του ΟΟΣΑ για την εταιρική διακυβέρνηση των κρατικών επιχειρήσεων του 2015.

275. Βλ. *Hopt* (2013b), σελ. 10 και την εκεί παραπεμπόμενη βιβλιογραφία, *Kunz* (2013), σελ. 908.

276. Βλ. *Hopt, Hippel* (eds.) (2010), *Kunz* (2013), σελ. 908.

277. *Ευρωπαϊκή Επιτροπή* (2011), σελ. 5.

ενδεικτικά, οι «κατευθυντήριες γραμμές και αρχές εταιρικής διακυβέρνησης των μη εισηγμένων εταιρειών στην Ευρώπη» της Ευρωπαϊκής Ομοσπονδίας Ενώσεων Εταιρικών Διοικητών²⁷⁸, καθώς επίσης και ορισμένοι αντίστοιχου περιεχομένου κώδικες σε εθνικό επίπεδο²⁷⁹.

Μια σημαντική κατηγορία των εταιρειών των οποίων οι κινητές αξίες δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά, αποτελούν οι εταιρείες στις οποίες υπάρχει κύριος πλειοψηφών μέτοχος, όπως επίσης και οι «κλειστές» εταιρείες. Η εταιρική διακυβέρνηση σε αυτές τις κατηγορίες εταιρειών δεν εστιάζει τόσο στις σχέσεις του διοικητικού οργάνου με τους μετόχους, καθώς σε μεγάλο βαθμό η διοίκησή τους ασκείται από τον κύριο μέτοχο ή τα μέλη της οικογένειας, αλλά στη διασφάλιση της λειτουργίας της εταιρείας κατά τρόπο, ώστε να επιτυγχάνεται η μακροπρόθεσμη διάρκεια και ευημερία της²⁸⁰. Το γεγονός ότι η διοίκηση ασκείται από τους ίδιους τους μετόχους, που απαρτίζουν εν πολλοίς το διοικητικό όργανο, προσδίδει στο χαρακτήρα της διοίκησης αμεσότητα και απλουστεύει τα πράγματα, ενδέχεται όμως να έχει ως αποτέλεσμα, αν δεν υπάρχουν ορισμένα εκέγγυα δυνατότητας αντικειμενικού ελέγχου της διοίκησης, την επιφυλακτικότητα τρίτων να εισέλθουν στην εταιρεία λόγω έλλειψης εμπιστοσύνης. Τούτο δε οδηγεί με τη σειρά του στην αδυναμία εξεύρεσης χρηματοδότησης και την ανάγκη διαρκούς επανεπένδυσης των κερδών στην εταιρεία²⁸¹.

Στην πορεία, στο βαθμό που οι μέτοχοι των εταιρειών αυτών δεν μπορούν ευχερώς να μεταβιβάσουν τις μετοχές τους και, συνεπώς, δεσμεύονται να παραμείνουν στην εταιρεία μεσο-μακροπρόθεσμα, η «εξάρτησή» τους από την καλή εταιρική διακυβέρνησή της είναι σημαντική²⁸². Για τις μικρού μεγέθους πάλι εταιρείες η εταιρική διακυβέρνηση εστιάζει ιδίως στον τρόπο με τον οποίο πρέπει να οργανωθεί η εταιρεία, ώστε να χτίσει την αξιοπιστία της έναντι των πιστωτών της και των αντισυμβαλλομένων της γενικότερα²⁸³.

Η συστηματική και διεξοδική ανάλυση τόσο των εκάστοτε επιδιωκόμενων στόχων όσο και των επιμέρους κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, ανάλογα με τον εταιρικό τύπο στον οποίο εφαρμόζονται εκφεύγει, ωστόσο, των ορίων της παρούσας μελέτης, η οποία επικεντρώνεται στην εταιρική διακυβέρνηση των εταιρειών οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά και των τραπεζών.

Ασφαλώς, οι λόγοι που υπαγόρευαν την επιλογή αυτή συνίστανται για την πρώτη κατηγορία εταιρειών στο ότι αποτελούν, όπως προαναφέρθηκε, το προνομιακό

278. *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, European Confederation of Directors' Associations, EcoDa.

279. Βλ. τον Βελγικό κώδικα *Buyse Code: Corporate governance Recommendations for non-listed enterprises*, Autenne (2013), σελ. 358-359. Βλ. επίσης, *Ευρωπαϊκή Επιτροπή* (2011), σελ. 5, υποσημείωση 17 για παραδείγματα άλλων τέτοιων εθνικών κωδίκων.

280. *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, European Confederation of Directors' Associations, EcoDa, executive summary, σελ. 7, 12.

281. *Buyse Code: Corporate governance Recommendations for non-listed enterprises*, σελ. 5.

282. *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, European Confederation of Directors' Associations, EcoDa, executive summary, σελ. 7.

283. *Buyse Code: Corporate governance Recommendations for non-listed enterprises*, σελ. 5.

πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς επίσης και λόγω της σπουδαιότητας και του κεντρικού ρόλου που έχουν οι εισηγμένες εταιρείες για την οικονομία παγκοσμίως. Σε ό,τι αφορά τις τράπεζες, οι κανόνες που υιοθετήθηκαν εφαρμόζονται σε αυτές ανεξάρτητα από το αν είναι εισηγμένες ή όχι. Οι εξελίξεις όμως που έλαβαν χώρα σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα και η θέσπιση κανόνων θετικού δικαίου εκτιμούμε ότι χρήζουν επίσης συστηματικής ενασχόλησης αφενός μεν, λόγω του ιδιαίτερα σημαντικού ρόλου των τραπεζών στην οικονομία και αφετέρου, λόγω των ιδιαιτεροτήτων που απορρέουν σχετικά για την εταιρική διακυβέρνηση.

2. Η διαφοροποίηση των αναγκών εταιρικής διακυβέρνησης μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών εισηγμένων εταιρειών

2.1 Οι βασικές διακρίσεις

Στη συνέχεια, το δεύτερο ερώτημα το οποίο τέθηκε είναι αν οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης δεν εφαρμόζονται ή δεν είναι ορθό να εφαρμόζονται σε όλες τις εταιρείες οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά, αλλά σε μερικές μόνο εξ αυτών και δη τις μεγαλύτερες ή/και εκείνες που διαθέτουν ευρεία διασπορά μετοχών. Όπως προαναφέρθηκε, η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί προνομιακό πεδίο για τις εισηγμένες εταιρείες, χωρίς να γίνεται, κατά κανόνα, διάκριση ανάλογα με το μέγεθός τους, τη διασπορά των μετοχών, τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία ή άλλα κριτήρια²⁸⁴.

Εξαιρέση στην προσέγγιση αυτή στο ευρωπαϊκό δίκαιο συναντάται, εξ όσων γνωρίζουμε, με τη μορφή διακριτικής ευχέρειας η οποία παρέχεται στα κράτη μέλη, ως προς την υποχρέωση συγκρότησης επιτροπής ελέγχου για «εταιρείες με μειωμένη χρηματιστηριακή αξία», δηλαδή εταιρείες καταχωρημένες σε ρυθμιζόμενη αγορά, με μέση χρηματιστηριακή αξία κάτω από εκατό χιλιάδες (100.000) ευρώ με βάση τα στοιχεία στο τέλος κάθε έτους, για τα τρία τελευταία ημερολογιακά έτη²⁸⁵.

Κατά τα λοιπά, τόσο στο ευρωπαϊκό δίκαιο όσο και στους κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης συνήθως δεν γίνεται κάποια διάκριση μεταξύ των εισηγμένων εταιρειών παρά μόνο σε ό,τι αφορά το μέγεθος²⁸⁶. Το μέγεθος της εισηγμένης εταιρείας υπαγορεύει ορισμένες διαφοροποιήσεις κυρίως σε σχέση με την παροχή μεγαλύτερης ευελιξίας στις μικρότερες εταιρείες, οι οποίες ενδέχεται να

284. Βλ. *Ευρωπαϊκή Επιτροπή* (2011), σελ. 4, όπου τίθεται πάντως το ερώτημα κατά πόσον θα πρέπει σε ευρωπαϊκό επίπεδο να υπάρχει μια διαφοροποιημένη προσέγγιση ανάλογα με τον τύπο και το μέγεθος της εταιρείας, ιδίως σε σχέση με τη δυσκολία εφαρμογής ορισμένων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης από μικρότερου μεγέθους «εισηγμένες» εταιρείες. Αναφέρονται μάλιστα παραδείγματα κωδίκων, οι οποίοι είναι προσαρμοσμένοι σε μικρές και μεσαίες «εισηγμένες» εταιρείες.

285. Οδηγία 2006/43/ΕΚ, άρθρο 39 παρ. 2.

286. Βλ., ενδεικτικά, τον *Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης*, 2013, ΕΣΕΔ, σελ. 5, 35. Ως μικρότερου μεγέθους εταιρείες νοούνται σύμφωνα με τον κώδικα αυτό οι εταιρείες, οι οποίες, κατά το μεγαλύτερο μέρος του έτους στο οποίο αναφέρεται η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης δεν συμπεριλαμβάνονται στους δείκτες FTSE/ATHEX 20 και FTSE/ATHEX Mid 40. Βλ. επίσης τον βρετανικό *UK Corporate Governance Code*, 2014, σελ. 4. Σύμφωνα με τον εν λόγω κώδικα, ως μικρότερου μεγέθους εταιρείες νοούνται εκείνες οι οποίες δεν περιλαμβάνονται στον δείκτη FTSE 350.

δυσκολεύονται κατά την εφαρμογή συγκεκριμένων κανόνων, είτε, επειδή δε διαθέτουν τους αναγκαίους πόρους είτε, επειδή εκτίθενται σε μικρότερους κινδύνους από τις μεγαλύτερες σε μέγεθος εταιρείες.

Πέραν όμως του μεγέθους, ιδιαίτερα σημαντικό κριτήριο διαφοροποίησης στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης είναι ή συνάδει να είναι η διασπορά των μετοχών που έχουν οι εταιρείες οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά. Η κύρια διάκριση είναι μεταξύ εταιρειών που έχουν ευρεία διασπορά μετοχών (*dispersed ownership*) και εκείνων που έχουν κύριους (βασικούς) μετόχους (*concentrated ownership*), οι οποίοι, είτε σε ατομική βάση είτε ως ομάδα εκπροσωπούν πάνω από το 50% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου της εταιρείας. Η διάκριση δε αυτή αποκτά βαρύνουσα σημασία λόγω του γεγονότος ότι οι εισηγμένες εταιρείες με πλειοψηφούντα μέτοχο ή μετόχους αποτελούν ιδιαίτερα διαδεδομένη, όπως φαίνεται, κατηγορία, τουλάχιστον σε πολλές ευρωπαϊκές, και όχι μόνο, έννομες τάξεις²⁸⁷.

Παράλληλα, με κοινό σημείο αναφοράς τη θεωρία της διαχείρισης αλλοτρίων συμφερόντων, τα ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης που αναφέρονται στις δύο αυτές κατηγορίες εταιρειών διαφοροποιούνται σημαντικά²⁸⁸, όπως συμβαίνει για παράδειγμα στην περίπτωση των ανεξάρτητων εταιρικών διοικητών σύμφωνα με τα κατωτέρω αναφερόμενα.

2.2 Οι ανάγκες διαφοροποίησης στο παράδειγμα των ανεξάρτητων εταιρικών διοικητών

Όπως είναι γνωστό, ένας από τους τρόπους για την ενίσχυση του ελέγχου της διοίκησης και την αντιμετώπιση των συγκρούσεων συμφερόντων, οι οποίες ενδέχεται να υπάρχουν μεταξύ εταιρικών διοικητών και μετόχων είναι η συμμετοχή στο διοικητικό συμβούλιο ή το εποπτικό συμβούλιο, αντίστοιχα, ανεξάρτητων εταιρικών διοικητών, θεσμός ο οποίος ξεκίνησε στις ΗΠΑ τη δεκαετία του 1970 και εξελίχθηκε στη συνέχεια αποτελώντας ένα από τα διεθνή πρότυπα της εταιρικής διακυβέρνησης ανά τον κόσμο²⁸⁹.

Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή του εποπτικού συμβουλίου, αντίστοιχα, λόγω του ότι δεν έχουν επιχειρηματικούς ή συγγενικούς δεσμούς με τα μέλη του διοικητικού οργάνου που ασκούν διοίκηση διαθέτουν σύμφωνα με τους υποστηρικτές του θεσμού, τα εκέγγυα ανεξαρτησίας, τα οποία τους επιτρέπουν να είναι αντικειμενικοί κατά την αξιολόγηση των αποφάσεων που λαμβάνονται σε ό,τι αφορά τη διοίκηση της εταιρείας και να ασκούν τον κατάλληλο έλεγχο, απώτερος σκοπός του οποίου είναι η διασφάλιση της ορθής διοίκησης της εταιρείας²⁹⁰.

287. Βλ. *Ferrarini, Filippelli* (2014), σελ. 10-11, οι οποίοι αναφέρονται στην Ιταλία, τη Γερμανία, τη Σουηδία, την Νορβηγία, την Πορτογαλία, την Κίνα, την Ολλανδία και την Ινδία, στις οποίες οι εισηγμένες εταιρείες με πλειοψηφούντα μέτοχο αποτελούν την πλειοψηφία.

288. Βλ. *Urtiaga, Saez* (2012), σελ. 10, *Lannoo, Khachaturyan* (2004), σελ. 49.

289. Βλ. *Ferrarini, Filippelli* (2014), σελ. 4-5. Για το θεσμό των ανεξάρτητων εταιρικών διοικητών, βλ. αναλυτικά κατωτέρω, υπό μέρος δεύτερο, κεφάλαιο δεύτερο.

290. Βλ. αναλυτικά κατωτέρω, υπό Μέρος δεύτερο, κεφάλαιο δεύτερο, Α.

Εν τω μεταξύ, οι κίνδυνοι, οι οποίοι υπαγορεύουν την ανάγκη άσκησης ελέγχου της διοίκησης εκ μέρους των μετόχων με γνώμονα την προστασία και την εξυπηρέτηση των συμφερόντων τους, είναι προφανές ότι αφορούν κατεξοχήν τις περιπτώσεις των εταιρειών με ευρεία διασπορά μετοχών, καθώς πράγματι στις περιπτώσεις αυτές, οι μέτοχοι δεν είναι δυνατό να διοικήσουν οι ίδιοι την εταιρεία και αναθέτουν τη διαχείριση των συμφερόντων τους σε τρίτα πρόσωπα. Αντίθετα, στην περίπτωση των εταιρειών με πλειοψηφούντα μέτοχο ή ομάδα μετόχων, ο μέτοχος αυτός έχει τόσο τα κίνητρα (προστασίας της επένδυσής του) όσο και την εξουσία να ελέγχει τη διοίκηση της εταιρείας, σε πολλές δε, περιπτώσεις συμμετέχει ο ίδιος στο διοικητικό όργανο της εταιρείας²⁹¹.

Συνεπώς, στο παράδειγμα των ανεξάρτητων εταιρικών διοικητών δεν τίθεται - για τη δεύτερη κατηγορία εταιρειών- ζήτημα ελέγχου εκ μέρους τους των μελών του διοικητικού οργάνου που ασκούν διοίκηση, καθώς ο έλεγχος αυτός διασφαλίζεται σε πολύ μεγάλο βαθμό από τον πλειοψηφούντα μέτοχο²⁹². Επίσης, δεν τίθεται στις περιπτώσεις αυτές -ή με την ίδια ένταση- το ζήτημα της συνήθους απάθειας των μετόχων και της ανάγκης ενεργοποίησής τους σε ό,τι αφορά την άσκηση των δικαιωμάτων τους, αφού ο πλειοψηφών μέτοχος έχει κάθε κίνητρο, αλλά και την εξουσία να ασκεί τα δικαιώματά του στο μεγαλύτερο δυνατό βαθμό²⁹³.

Αντίθετα, το ζήτημα που ανακύπτει μετ'επιτάσεως στις εταιρείες με συγκέντρωση μετοχών είναι η ανάγκη προστασίας των μετόχων της μειοψηφίας, στο μέτρο που ο πλειοψηφών μέτοχος ενδέχεται να χρησιμοποιήσει την εξουσία του για να αποκομίσει ίδιο όφελος σε βάρος της εταιρείας λόγω χάριν μέσω συναλλαγών με συνδεδεμένα μέρη ή λόγω στρατηγικών επιλογών του ιδίως στην περίπτωση που η εταιρεία αποτελεί μέλος ομίλου τον οποίο επίσης ελέγχει ο εν λόγω μέτοχος²⁹⁴. Αυτό δεν μπορεί όμως παρά να έχει ως αποτέλεσμα τον εξοβελισμό των μετόχων μειοψηφίας σε βάρος, όπως γίνεται δεκτό της ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών και της οικονομικής ανάπτυξης²⁹⁵. Συνεπώς, ο κύριος στόχος των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στις εταιρείες αυτές είναι ή θα έπρεπε να είναι ο έλεγχος του πλειοψηφούντος μετόχου και η προστασία των μετόχων μειοψηφίας²⁹⁶.

Ο έλεγχος αυτός θα μπορούσε ενδεχομένως να επιτευχθεί, επίσης, μέσω της συμμετοχής στο διοικητικό όργανο ανεξάρτητων εταιρικών διοικητών, οι οποίοι

291. Βλ. *Urtiaga, Sáez* (2012), σελ. 10, 13.

292. Βλ. *Urtiaga, Sáez* (2012), σελ. 10.

293. Βλ. επίσης *Ferrarini, Filippelli* (2014), σελ. 10.

294. Βλ. *Urtiaga, Sáez* (2012), σελ. 10, *Hopt* (2013b), σελ. 17, *Lannoo, Khachaturyan* (2004), σελ. 49, *Gutiérrez, Sáez* (2015), σελ. 4-5, 26, *Davies, Hopt, Nowak, Van Solinge, Forum Europaeum Corporate Boards* (2013), σελ. 5, σύμφωνα με τους οποίους: "In other words, in dispersed shareholding companies the most pressing agency problem exists between management and shareholders as a class; in concentrated shareholding companies the agency relationship between majority and minority shareholders is the most pressing issue". Βλ. επίσης *Ferrarini, Filippelli* (2014), σελ. 10 και 11, οι οποίοι αναφέρονται περαιτέρω στις διαφοροποιήσεις ανάλογα με το βαθμό συγκέντρωσης των μετοχών και το είδος του πλειοψηφούντος μετόχου, αν δηλαδή είναι τα μέλη μιας οικογένειας, μια άλλη εταιρεία, συνταξιοδοτικά ταμεία και θεσμικοί επενδυτές ή το κράτος.

295. Βλ. *Urtiaga, Sáez* (2012), σελ. 10 και την εκεί παραπεμπόμενη βιβλιογραφία.

296. *Ibid*, σελ. 11, 13.

όμως θα είχαν διαφορετική στόχευση κατά την εκπλήρωση των καθηκόντων τους. Ενδεχομένως, όμως θα έπρεπε να ληφθούν άλλα μέτρα εξίσου ή και πιο αποτελεσματικά. Από τη στιγμή που γίνεται δεκτό ότι μεταξύ εισηγμένων εταιρειών με ευρεία διασπορά μετοχών και εισηγμένων εταιρειών με υψηλό βαθμό συγκέντρωσης η ορθή και διαφανής λειτουργία του διοικητικού οργάνου μπορεί να τεθεί σε διακινδύνευση από διαφορετικούς παράγοντες, είναι ιδιαίτερα κρίσιμοι οι κανόνες μέσω των οποίων επιδιώκεται η ορθή διοίκηση να λαμβάνουν υπόψη και να αντιμετωπίζουν τους διαφορετικούς κινδύνους που απορρέουν από κάθε περίπτωση ξεχωριστά²⁹⁷.

Διαφορετικό είναι το ζήτημα του κατά πόσο οι διαφοροποιήσεις μεταξύ εταιρειών πολυμετοχικής ή ολιγομετοχικής σύνθεσης αντικατοπτρίζεται, σύμφωνα με τα προαναφερθέντα, στους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζονται σε αυτές, είτε έχουν νομοθετική προέλευση είτε αποτελούν κανόνες ήπιου δικαίου. Όπως θα φανεί και στη συνέχεια, κατά την εξέταση του περιεχομένου των κανόνων, τόσο η νομοθεσία όπου υπάρχει, όσο και οι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης δε διακρίνουν ανάλογα με το αν η εισηγμένη εταιρεία έχει ευρεία διασπορά μετοχών ή όχι²⁹⁸.

Πράγματι, σε αρκετές περιπτώσεις οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης που ισχύουν σε διάφορες επιμέρους έννομες τάξεις απλώς «μεταφέρουν» κανόνες που εφαρμόζονται σε άλλες έννομες τάξεις, οι οποίες παρουσιάζουν, όμως, τελείως διαφορετικά χαρακτηριστικά. Αποτέλεσμα της «αβασάνιστης» αυτής μεταφοράς, όταν και όσο συμβαίνει, είναι η εφαρμογή κανόνων οι οποίοι δεν ανταποκρίνονται στα χαρακτηριστικά, τις ανάγκες και τις αδυναμίες των εταιρειών οι οποίες δραστηριοποιούνται στις εν λόγω έννομες τάξεις²⁹⁹. Στο πλαίσιο αυτό, όπως ορθά επισημαίνεται, θεσμοί, όπως αυτός των «ανεξάρτητων» εταιρικών διοικητών χρησιμοποιούνται συχνά περισσότερο προκειμένου να αποτελέσουν πόλο έλξης επενδυτών με τους τελευταίους να αισθάνονται πιο ασφαλείς με την εταιρική διακυβέρνηση «δουτικού τύπου» και λιγότερο για να υπηρετηθούν λόγοι ουσίας³⁰⁰.

297. Βλ. *Davies, Hopt, Nowak, Van Solinge, Forum Europaeum Corporate Boards* (2013), σελ. 6, *Gutiérrez, Sáez* (2015), οι οποίοι αναλύουν διεξοδικά τους λόγους για τους οποίους στις ολιγομετοχικές σύνθεσης εταιρείες δεν μπορούν να λειτουργήσουν αποτελεσματικά ορισμένα τουλάχιστον από τα εργαλεία εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζονται στις πολυμετοχικές σύνθεσης εταιρείες και προβαίνουν σε ενδεδειγμένες για τις εταιρείες της πρώτης κατηγορίας προτάσεις (ιδίως σελ. 12-45).

298. Βλ. *Ferrarini, Filippelli* (2014), σελ. 33, *Urtiaga, Saez* (2012), σελ. 13.

299. Βλ. *Roth* (2013), σελ. 361, ο οποίος ορθά υποστηρίζει ότι: “The duality if family-owned firms and firms in dispersed ownership could be reflected by more tailor-made corporate governance rules”, παραπέμπει δε σε εμπειρική έρευνα, σύμφωνα με την οποία: “the capital markets reward companies with dispersed ownership gain for complying with the German Code, while family-owned firms are disadvantaged if complying fully”.

300. Βλ. *Ferrarini, Filippelli* (2014), σελ. 33. Βλ. επίσης *Davies, Hopt, Nowak, Van Solinge, Forum Europaeum Corporate Boards* (2013), σελ. 95, οι οποίοι παρατηρούν ότι η εναλλακτική δυνατότητα που υπάρχει σε αυτές τις περιπτώσεις είναι η παροχή εξηγήσεων στους αλλοδαπούς επενδυτές αναφορικά με τα διαφορετικά χαρακτηριστικά της συγκεκριμένης εκάστοτε αγοράς. Για τις δυσκολίες τις οποίες συνεπάγεται ο διορισμός ανεξάρτητων εταιρικών διοικητών στο διοικητικό συμβούλιο των σκανδιναβικών εταιρειών λόγω της μετοχικής σύνθεσης που συνήθως έχουν οι σκανδιναβικές εταιρείες, βλ. *Hansen* (2009), σελ. 158-159.

3. Εταιρική διακυβέρνηση εταιρειών οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά και σε εναλλακτικούς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης

3.1 Η διαφορετική ρυθμιστική αντιμετώπιση της ρυθμιζόμενης αγοράς από τον ΠΜΔ

Το τρίτο τέλος, ως άνω ερώτημα θέτει το ζήτημα κατά πόσο για τους σκοπούς της εταιρικής διακυβέρνησης καταλαμβάνονται από τον όρο «ρυθμιζόμενη αγορά» και οι εναλλακτικοί πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευσης όταν γίνεται λόγος για εταιρείες οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά. Σύμφωνα με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ, τόσο η «ρυθμιζόμενη αγορά», η οποία στο ελληνικό δίκαιο έχει μεταφερθεί με τον όρο «οργανωμένη αγορά»³⁰¹ όσο και ο «πολυμερής μηχανισμός διαπραγμάτευσης»³⁰² αποτελούν πολυμερή συστήματα διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών μέσων. Ο ευρωπαϊός νομοθέτης αναγνωρίζοντας ότι παράλληλα με τις ρυθμιζόμενες αγορές λειτουργεί μια νέα γενιά οργανωμένων συστημάτων διαπραγμάτευσης, προχώρησε ήδη με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ στη θέσπιση συγκεκριμένων κανόνων οι οποίοι διέπουν τους κυριότερους τρόπους εκτέλεσης εντολών που χρησιμοποιούνται στην ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά με απώτερο στόχο να διασφαλισθεί αφενός μεν, η υψηλή ποιότητα στην εκτέλεση των συναλλαγών των επενδυτών και αφετέρου, η ακεραιότητα και η αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του³⁰³.

Στο πλαίσιο αυτό, προβλέφθηκε ότι η λειτουργία ΠΜΔ αποτελεί επενδυτική δραστηριότητα, η παροχή της οποίας διέπεται, κατά κύριο λόγο, από τις διατάξεις για την αδειοδοσία και τους όρους άσκησης δραστηριότητας των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων³⁰⁴. Για τη ρυθμιζόμενη αγορά από την άλλη πλευρά, θεσπίστηκαν συγκεκριμένοι κανόνες για την άδεια λειτουργίας της, το διαχειριστή της, τις οργανωτικές προϋποθέσεις που πρέπει να τηρεί και τους όρους λειτουργίας της³⁰⁵.

Οι δύο έννοιες παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές μεταξύ τους ως προς τον τρόπο ρύθμισής τους και τους κανόνες που διέπουν τη λειτουργία τους. Προκειμένου όμως να διασφαλιστεί, σύμφωνα με τα προαναφερθέντα, η εύρυθμη λειτουργία των αγορών στο βαθμό που τόσο η ρυθμιζόμενη αγορά όσο και ο ΠΜΔ αποτελούν πολυμερή συστήματα διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία εκτελούνται εντολές, με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ θεσπίστηκαν για αμφότερα οι ίδιοι κανόνες ως προς τις απαιτήσεις διαφάνειας των συναλλαγών οι οποίες διε-

301. Βλ. Ν 3606/2007, άρθρο 2 στοιχείο 10.

302. Για τους ορισμούς της «ρυθμιζόμενης αγοράς» και του «πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης», βλ. ανωτέρω, υπό 1.1.

303. Οδηγία 2004/39/ΕΚ, αιτιολογική σκέψη 5.

304. Βλ. *Αυγητίδη* (2014), σελ. 43, *Ρόκα, Γκόρτσο* (2012), σελ. 308, *Ταρνανίδου* (2008), σελ. 79, *Τουντόπουλο* (2015), σελ. 400.

305. Βλ. *Αυγητίδη* (2014), σελ. 45-49, *Ρόκα, Γκόρτσο* (2012), σελ. 309, *Ταρνανίδου* (2008), σελ. 80, 83 επ., *Τουντόπουλο* (2015), σελ. 53-55.

νεργούνται σε αυτά. Έτσι, ενώ το ρυθμιστικό πλαίσιο που διέπει όσες εταιρείες είναι εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά και εκείνες που είναι εισηγμένες σε ΠΜΔ διαφοροποιείται ουσιαστικά και είναι επιεικέστερο για τις εταιρείες της δεύτερης κατηγορίας, οι απαιτήσεις διαφάνειας και για τους δύο μηχανισμούς διαπραγμάτευσης είναι οι ίδιες.

Στο ίδιο πνεύμα, με την Οδηγία 2014/65/ΕΕ³⁰⁶ καθιερώθηκε ως επενδυτική δραστηριότητα η λειτουργία «μηχανισμού οργανωμένης διαπραγμάτευσης», ο οποίος αποτελεί επίσης πολυμερές σύστημα διαπραγμάτευσης³⁰⁷ και μια από τις μεθόδους διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών μέσων -εκτός των μετοχών-, παράλληλα με τη ρυθμιζόμενη αγορά και τον ΠΜΔ. Οι τρεις ως άνω μηχανισμοί διαπραγμάτευσης καταλαμβάνονται από τον ενιαίο όρο «τόπος διαπραγμάτευσης»³⁰⁸.

Κατ' αντιστοιχία, με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ, κρίθηκε αναγκαία από τον ευρωπαϊκό νομοθέτη η εφαρμογή στις επιμέρους κατηγορίες «τόπων διαπραγμάτευσης» των ίδιων απαιτήσεων προσυναλλακτικής και μετασυναλλακτικής διαφάνειας, οι οποίες θα πρέπει να βαθμονομούνται ανάλογα με τα είδη χρηματοπιστωτικών μέσων και το είδος διαπραγμάτευσης που εκάστοτε λαμβάνει χώρα³⁰⁹. Οι απαιτήσεις αυτές καθιερώνονται με τον Κανονισμό 600/2014. Κατά τα λοιπά, εξακολουθεί το ρυθμιστικό πλαίσιο που διέπει τις εταιρείες οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά να είναι αυστηρότερο από εκείνο των εταιρειών των οποίων οι κινητές αξίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε εναλλακτικούς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης.

3.2 Τα επιχειρήματα υπέρ και κατά ως προς την εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στις «εισηγμένες» εκτός ρυθμιζόμενης αγοράς εταιρείες

Στο ερώτημα κατά πόσον οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να εφαρμόζονται στις εταιρείες οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε άλλο «τόπο διαπραγμάτευσης» εκτός της ρυθμιζόμενης αγοράς, υπάρχουν επιχειρήματα υπέρ και κατά, τα οποία ισχύουν γενικότερα στη συζήτηση του κατά πόσο η ρυθμιστική παρέμβαση μεταξύ των εταιρειών αυτών θα πρέπει να διαφοροποιείται ή όχι³¹⁰. Το κύριο επιχείρημα υπέρ είναι

306. Η Οδηγία 2014/65/ΕΕ καταργεί την Οδηγία 2004/39/ΕΚ και από κοινού με τον Κανονισμό 600/2014 αποτελεί το νέο νομικό πλαίσιο που θα διέπει τις απαιτήσεις οι οποίες ισχύουν για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων σε χρηματοπιστωτικά μέσα. Σύμφωνα με το άρθρο 93 της εν λόγω Οδηγίας, η Οδηγία θα πρέπει να μεταφερθεί στην εθνική νομοθεσία των κρατών μελών μέχρι τις 3 Ιουλίου 2016 και να τεθεί σε εφαρμογή στις 3 Ιανουαρίου 2017. Αντίστοιχα, ο Κανονισμός 600/2014 εφαρμόζεται επίσης στις 3 Ιανουαρίου 2017 σύμφωνα με το άρθρο 55 αυτού.

307. Για τον ορισμό του «μηχανισμού οργανωμένης διαπραγμάτευσης», βλ. Οδηγία 2014/65/ΕΕ, άρθρο 4 στοιχείο 23. Βλ. επίσης *Τουντόπουλο* (2015), σελ. 58, *Αυγητίδη* (2014), σελ. 43.

308. Για τον ορισμό του «τόπου διαπραγμάτευσης», βλ. Οδηγία 2014/65/ΕΕ, άρθρο 4, στοιχείο 24. Βλ. *Αυγητίδη* (2014), σελ. 43.

309. Βλ. Κανονισμό 600/2014, αιτιολογική σκέψη 16.

310. *Report of the Reflection Group* (2011), υπό 1.2.2, σελ. 9-10.

ότι οι εταιρείες αυτές έχουν ως κοινό χαρακτηριστικό την αναζήτηση δανειακών κεφαλαίων από το ευρύ επενδυτικό κοινό, καθώς επίσης και το γεγονός ότι υπόκεινται σε κοινές ρυθμίσεις για ορισμένα τουλάχιστον θέματα στο πεδίο του δικαίου της κεφαλαιαγοράς³¹¹. Γίνεται επίσης δεκτό ότι χρήζουν ρυθμιστικής παρέμβασης, προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι κίνδυνοι που ενέχει η δραστηριότητά τους και το ότι λειτουργούν ανταγωνιστικά με τις εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά εταιρείες³¹².

Αυτό ωστόσο δεν σημαίνει ότι η ρυθμιστική παρέμβαση είναι ή οφείλει να είναι ταυτόσημη στις εν λόγω εταιρείες. Η εξομοίωση ρυθμιστικά των εταιρειών αυτών με εκείνες των οποίων οι κινητές αξίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά έχει το μειονέκτημα ότι ενδέχεται να δημιουργήσει στρέβλωση του ανταγωνισμού μεταξύ των διαφορετικών αυτών κατηγοριών εταιρειών, οι οποίες έχουν το δικαίωμα επιλογής εναλλακτικών τρόπων διαπραγμάτευσης των κινητών αξιών τους, μεταξύ άλλων, προκειμένου να αποφύγουν το αυστηρό πλαίσιο που διέπει τις εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά εταιρείες³¹³.

Σε επίπεδο ενωσιακής νομοθεσίας, η υποχρέωση υποβολής ετήσιας δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης που ορίζεται στην Οδηγία 2013/34/ΕΕ ότι πρέπει να περιλαμβάνεται στην ετήσια έκθεση διαχείρισης ορίζεται για τις εταιρείες οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε «ρυθμιζόμενη αγορά»³¹⁴. Δεν καταλαμβάνονται συνεπώς από την υποχρέωση εταιρείες οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε εναλλακτικούς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης. Παράλληλα, στην παρ. 4 του άρθρου 20 της ίδιας Οδηγίας προβλέπεται η δυνατότητα εξαίρεσης από την εφαρμογή αφενός μεν, των διατάξεων για την υποχρέωση παραπομπής σε κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης και αφετέρου, της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»³¹⁵ για εταιρείες που είναι εισηγμένες σε «ρυθμιζόμενη αγορά» με τίτλους εκτός μετοχών, υπό την προϋπόθεση ότι οι εταιρείες αυτές δεν έχουν εκδώσει μετοχές που είναι δεκτές προς διαπραγμάτευση σε ΠΜΔ.

Από τη διάταξη αυτή προκύπτει συνεπώς ότι εξαιρούνται, κατά τη διακριτική ευχέρεια των κρατών μελών, από τις ως άνω υποχρεώσεις και οι εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά εταιρείες, αρκεί οι κινητές αξίες τους που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αυτήν να μην είναι μετοχές και να μην έχουν εκδώσει μετοχές, οι οποίες να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ΠΜΔ. Σε διαφορετική περίπτωση, αν, δηλαδή η εταιρεία έχει εκδώσει άλλους -εκτός

311. Βλ. ενδεικτικά, τη νομοθεσία για την κατάχρηση αγοράς (Κανονισμός (ΕΕ) 596/2014, άρθρο 2 και Οδηγία 2014/57/ΕΕ, άρθρο 1 παρ. 2).

312. Οδηγία 2014/65/ΕΕ, αιτιολογική σκέψη 13.

313. *Report of the Reflection Group* (2011), υπό 1.2.2, σελ. 9-10.

314. Οδηγία 2013/34/ΕΕ, άρθρο 20 παρ. 1, το οποίο παραπέμπει στο στοιχείο α) της παρ. 1 του άρθρου 2 της ίδιας Οδηγίας.

315. Στην παρ. 4 του άρθρου 20 της Οδηγίας, προβλέπεται επίσης στην ίδια περίπτωση η δυνατότητα εξαίρεσης από την παροχή πληροφοριακών στοιχείων για τον τρόπο λειτουργίας της γενικής συνέλευσης των μετόχων και τις βασικές εξουσίες της, για τα δικαιώματα των μετόχων και τον τρόπο άσκησής τους, και για τη σύνθεση και τον τρόπο λειτουργίας των διοικητικών, διαχειριστικών και εποπτικών οργάνων και των επιτροπών τους.

μετοχών- τίτλους που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά, αλλά έχει μετοχές που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ΠΜΔ, η προαναφερθείσα εξαίρεση δεν ισχύει.

Κατά τα λοιπά, στις Συστάσεις της Επιτροπής 2004/913/ΕΚ για τις πολιτικές αποδοχών και 2005/162/ΕΚ, για το ρόλο των μη εκτελεστικών μελών και των μελών του εποπτικού συμβουλίου, αντίστοιχα, καθώς επίσης και στη Σύσταση του 2009 η οποία τις τροποποιεί, γίνεται αναφορά σε «εισηγμένες» (listed) εταιρείες χωρίς περαιτέρω διάκριση μεταξύ ρυθμιζόμενης αγοράς και εναλλακτικού μηχανισμού διαπραγμάτευσης. Από την άλλη πλευρά, σε κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης είτε ακολουθείται η διάκριση μεταξύ εισηγμένων σε ρυθμιζόμενη αγορά εταιρειών και λοιπών εταιρειών³¹⁶, χωρίς περαιτέρω ειδικές αναφορές σε εναλλακτικούς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης, είτε γίνεται αναφορά σε μεγαλύτερες και μικρότερες σε μέγεθος εισηγμένες εταιρείες και στις τελευταίες παρέχεται η δυνατότητα μεγαλύτερης ευελιξίας σε ό,τι αφορά την εφαρμογή του κώδικα³¹⁷, είτε ακολουθείται η προαναφερθείσα διάκριση της παρ. 4 του άρθρου 20 της Οδηγίας 2013/34/ΕΕ³¹⁸.

Συμπερασματικά, ο «τόπος διαπραγμάτευσης» των κινητών αξιών τις οποίες εκδίδουν εταιρείες -εκτός από συγκεκριμένες εξαιρέσεις, που αφορούν κυρίως θέματα απαιτήσεων διαφάνειας- συνεπάγεται διαφοροποιήσεις στο ρυθμιστικό πλαίσιο, το οποίο τις διέπει με μια τάση επιεικέστερης αντιμετώπισης των εταιρειών που εκδίδουν τίτλους οι οποίοι αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε μη ρυθμιζόμενες αγορές³¹⁹. Λαμβανομένου δε υπόψη ότι η διάκριση αυτή υιοθετείται εν μέρει και από τον ευρωπαϊό νομοθέτη σε ό,τι αφορά την υποχρέωση της υποβολής ετήσιας δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης υπό την έννοια ότι παρέχει σχετικά διακριτική ευχέρεια στα κράτη μέλη, θα ήταν ορθότερο οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης οι οποίοι «απευθύνονται» σε εισηγμένες εταιρείες να ισχύουν καταρχήν μόνον στις εταιρείες οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά.

Αυτό δε σημαίνει ότι οι άλλες εταιρείες δε θα πρέπει να εφαρμόζουν κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, αλλά θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να εφαρμόζουν εκείνες τις αρχές που θεωρούν ότι ταιριάζουν περισσότερο με τα χαρακτη-

316. Βλ., ενδεικτικά, τον γαλλικό *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, révisé en juin 2013, afep, medef, σελ. 1, τον Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης (2013), σελ. 4, τον ιταλικό κώδικα (2015), σελ. 4 και τον σουηδικό κώδικα (2010), σελ. 6.

317. Βλ. ενδεικτικά, τον Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης (2013), σελ. 5, 35 και τον βρετανικό κώδικα (2012), σελ. 4.

318. Βλ. τον γερμανικό κώδικα (2015), σελ. 2, όπου γίνεται παραπομπή στην παρ. 1 του άρθρου 161 του *AktienGesetz*, σύμφωνα με την οποία η υποχρέωση παραπομπής στον γερμανικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης και εφαρμογής της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» ισχύει για τις εταιρείες των οποίων οι κινητές αξίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά (βλ. επίσης άρθρο 3 του ίδιου νόμου) και σε εκείνες οι οποίες έχουν εκδώσει άλλους τίτλους εκτός μετοχών σε ρυθμιζόμενη αγορά και μετοχές οι οποίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε πολυμερή μηχανισμό διαπραγμάτευσης.

319. Βλ. επίσης Lowe (2008), σελ. 232. Παρεμφερώς και ο Αυγητίδης (2014), σελ. 42, σύμφωνα με τον οποίο «η αυστηρότητα ή ελαστικότητα των όρων εισαγωγής και παραμονής σε αυτές κινητών αξιών υπόκειται σε μεγάλο βαθμό στη διακριτική ευχέρεια του διαχειριστή τους».

ριστικά τους και, ενδεχομένως, να είναι ορθότερο να έχουν δικούς τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης. Σε κάθε περίπτωση, η εξομίωση των δύο στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης δεν φαίνεται να αποτελεί την ενδεδειγμένη αντιμετώπιση³²⁰.

B. Ειδικά: Η θεσμοθέτηση ξεχωριστού πλαισίου για την εταιρική διακυβέρνηση των τραπεζών

1. Το πλαίσιο αναφοράς

Μέχρι τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση των ετών 2007-2009, η κρατούσα άποψη ήταν ότι παρά τις θεμελιώδεις διαφορές που παρουσιάζουν οι τράπεζες σε σχέση με τις λοιπές επιχειρήσεις ιδίως σε ό,τι σχετίζεται με το ρόλο των πρώτων στην οικονομία των κρατών, οι ανάγκες των επιχειρήσεων στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης δε διαφοροποιούνταν ουσιωδώς μεταξύ τους και συνεπώς, δεν ήταν σκόπιμη η υιοθέτηση ειδικού πλαισίου γι' αυτές. Αρκούσε το γενικά ισχύον πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης για τις εισηγμένες εταιρείες στο οποίο υπόκειντο και οι τράπεζες υπό την προϋπόθεση ότι ήταν εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά³²¹.

Άλλωστε, η μόνη πρωτοβουλία που είχε αναληφθεί σχετικά ήταν από την Επιτροπή της Βασιλείας, η οποία εξέδωσε για πρώτη φορά το 1999 κείμενο καλών πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης³²² σε συνέχεια της ασιατικής τραπεζικής κρίσης του 1997³²³. Στο εν λόγω κείμενο, το οποίο έχει τη μορφή κατευθυντήριων γραμμών, επισημαίνεται ότι η εταιρική διακυβέρνηση διαδραματίζει σημαντικό ρόλο για την άσκηση εποπτείας υπό την έννοια ότι η ύπαρξη και λειτουργία σε μια τράπεζα μηχανισμών λογοδοσίας, διαφάνειας και συστημάτων ελέγχου και

320. Βλ. επίσης *Report of the Reflection Group* (2011), υπό 1.2.2, σελ. 8-10, όπου γίνεται γενικότερη αναφορά στην εξέλιξη από την πλευρά της νομοθεσίας των διακρίσεων μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών εταιρειών στο ενωσιακό δίκαιο. Παρατηρείται, μεταξύ άλλων, ότι η παραδοσιακή διάκριση μεταξύ «δημόσιων» (public) και «ιδιωτικών» (private) εταιρειών χάνει όλο και περισσότερο έδαφος και αντικαθίσταται στη νομοθεσία από τη διάκριση μεταξύ «εισηγμένων» (listed) και μη εισηγμένων (unlisted). Στην ίδια έκθεση γίνεται επίσης αναφορά στην εξέλιξη που λαμβάνει χώρα σε ό,τι αφορά και τις επιμέρους διακρίσεις των εισηγμένων εταιρειών, σύμφωνα με τα προαναφερθέντα. Αυτό το οποίο επισημαίνεται είναι ότι η νομοθετική παρέμβαση στις επιμέρους κατηγορίες εταιρειών είναι ορθό να διαφοροποιείται. Στις μεν εταιρείες οι μετοχές των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά η αυξημένη ανάγκη διαφάνειας και προστασίας των μετόχων, των επενδυτών και των πιστωτών τους είναι προφανής και, πέραν του εταιρικού δικαίου, στις εταιρείες αυτές εφαρμόζονται και διατάξεις του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, ενώ, αντίθετα, στις εταιρείες «κλειστού τύπου», γίνεται γενικά δεκτό ότι είναι σκόπιμο να υπάρχει μεγαλύτερη ελευθερία και αυτονομία των μετόχων τους. Βλ. επίσης *Report of the High Level Group of Company Law Experts* (2002), σελ. 35.

321. Βλ. *Hopt* (2013b), σελ. 5.

322. *BCBS* (1999).

323. Βλ. *Milbert* (2009), σελ. 415.

εξισορροπήσεων (checks and balances) διευκολύνει σε μεγάλο βαθμό την άσκηση εποπτείας³²⁴.

Το κείμενο αυτό αντικαταστάθηκε το 2006³²⁵ από ένα νέο κείμενο οκτώ (8) αρχών εταιρικής διακυβέρνησης του ίδιου φορέα και επικαιροποιήθηκε εκ νέου το 2010 και το 2015³²⁶. Οι δέκα τρεις (13) πλέον αρχές της Επιτροπής της Βασιλείας εφαρμόζονται σε τράπεζες³²⁷ σύμφωνα με την αρχή της αναλογικότητας με βάση το μέγεθος, την πολυπλοκότητα, τη δομή, την οικονομική σημασία, το προφίλ κινδύνου και το επιχειρηματικό προφίλ τόσο της ίδιας της τράπεζας όσο και του ομίλου στον οποίο είναι τυχόν μέλος³²⁸.

Ωστόσο, κατά τη διάρκεια και αμέσως μετά την κρίση, η εταιρική διακυβέρνηση αναδείχτηκε ως ένας από τους τομείς στους οποίους έπρεπε να υπάρξει έντονη ρυθμιστική παρέμβαση προκειμένου να ενισχυθούν οι κανόνες της τόσο για τις τράπεζες όσο και άλλες εταιρείες του χρηματοπιστωτικού συστήματος³²⁹. Είναι αξιοσημείωτο ότι και στις ΗΠΑ με την υιοθέτηση του *Dodd Frank Act* και σε ευρωπαϊκό επίπεδο με την υιοθέτηση αρχικά της Οδηγίας 2010/76/EK, ειδικά για τις πολιτικές αποδοχών, και στη συνέχεια της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ, θεσπίστηκαν για πρώτη φορά με τη νομοθετική οδό διεξοδικοί κανόνες στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης για τις τράπεζες³³⁰.

Έχει άλλωστε ιδιαίτερη σημασία να τονιστεί στο σημείο αυτό ότι οι εν λόγω κανόνες αφορούν τις τράπεζες ανεξάρτητα από το αν οι κινητές αξίες τους αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά ή όχι. Συνεπώς, για τις τράπεζες, κρίθηκε αναγκαίο αφενός μεν, να υιοθετηθούν ειδικοί κανόνες σε σχέ-

324. BCBS (1999), παρ. 3-4.

325. BCBS (2006).

326. BCBS (2010α) και BCBS (2015).

327. Η έννοια του όρου “bank” και “banking organisation” νοείται ως εξής: “A bank, banking holding company or other company considered by banking supervisors to be the parent of a banking group under applicable national law as determined to be appropriate by the entity’s national supervisors” (BCBS (2015), σελ. 1).

328. BCBS (2015), παρ. 16. Σύμφωνα με την παρ. 22 του ίδιου κειμένου αρχών της Επιτροπής της Βασιλείας, οι αρχές αυτές θα πρέπει να εφαρμόζονται επίσης σε κρατικές τράπεζες ή σε τράπεζες που απολαμβάνουν δημόσιας στήριξης, όπως συνέβη κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης 2007-2009.

329. Βλ., ενδεικτικά, *Walker Report* (2009), *Ευρωπαϊκή Επιτροπή* (2010α). Βλ. επίσης *Hopt* (2013b), σελ. 7.

330. Στην Οδηγία 2006/48/EK, η οποία καταργήθηκε με την Οδηγία 2013/36/ΕΕ, υπήρχε μόνον μια αρκετά γενικού περιεχομένου διάταξη (άρθρο 22) αναφορικά με την υποχρέωση των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων επενδύσεων να διαθέτουν ισχυρούς μηχανισμούς διακυβέρνησης. Για την εφαρμογή του άρθρου αυτού της Οδηγίας είχαν εκδοθεί κατευθυντήριες γραμμές της CEBS, οι οποίες αναθεωρήθηκαν και κωδικοποιήθηκαν σε ενιαίο κείμενο από την EAT το 2011 (*EBA 2011*). Αντίστοιχη, αλλά ακόμη πιο γενικού περιεχομένου του άρθρου 22 διάταξη υπήρχε και στην Οδηγία 2000/12/EK (άρθρο 17), η οποία καταργήθηκε με την Οδηγία 2006/48/EK. Βλ. και *Van der Elst* (2015), σελ. 27. Σε εθνικό επίπεδο, ισχύει ήδη από το 1998 η ΠΔ/ΤΕ 2438/1998, η οποία αντικαταστάθηκε το 2006 από την ΠΔ/ΤΕ 2577/2006 «Πλαίσιο αρχών λειτουργίας και κριτηρίων αξιολόγησης της οργάνωσης και των Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου των πιστωτικών και χρηματοδοτικών ιδρυμάτων και σχετικές αρμοδιότητες των διοικητικών τους οργάνων».

ση με τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης που διέπουν τις εταιρείες οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά και αφετέρου, οι κανόνες αυτοί να αποτελούν θετικό και όχι ήπιο δίκαιο³³¹.

2. Οι ιδιαιτερότητες των τραπεζών σε σχέση με τις λοιπές κατηγορίες εταιρειών

2.1 Οι εγγενείς κίνδυνοι

Η επιλογή της διαφοροποιημένης προσέγγισης σε ό,τι αφορά τη ρυθμιστική παρέμβαση για τις τράπεζες οφείλεται στις ιδιαιτερότητες των τραπεζών, οι οποίες υπαγορεύουν τη διαφορετική ρυθμιστική και εποπτική αντιμετώπισή τους³³². Το ερώτημα, ωστόσο που τίθεται στη συνέχεια είναι για ποιον λόγο η έμφαση στην υιοθέτηση κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης ειδικά για τις τράπεζες δόθηκε εξ αφορμής της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Για την απάντηση στο ερώτημα αυτό, θα πρέπει να εξεταστεί αν οι ιδιαιτερότητες της λειτουργίας των τραπεζών ήταν ανέκαθεν ακριβώς οι ίδιες ή εξελίχθηκαν με το πέρασμα των χρόνων και εν γένει ποιοι παράγοντες κατέστησαν αναγκαία τη διαφορετική θεώρηση της προβληματικής της εταιρικής διακυβέρνησης ως προς τις τράπεζες.

Πολύ σύντομα, οι τράπεζες έχουν -σε ευρωπαϊκό επίπεδο τουλάχιστον- το «μονοπώλιο» αποδοχής καταθέσεων³³³, παρέχουν χρηματοδότηση σε επιχειρήσεις, ιδιώτες και στο Δημόσιο, καθώς επίσης και άλλες βασικές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες στο κοινό και, τέλος, καθιστούν προσβάσιμα σε όλους τους ανωτέρω τα συστήματα και τις υπηρεσίες πληρωμών³³⁴.

Παράλληλα, το γεγονός ότι δανείζονται βραχυπρόθεσμα (μέσω των καταθέσεων) και δανείζουν μακροπρόθεσμα (μέσω των χορηγήσεων) έχει ως αποτέλεσμα ότι οι τράπεζες προβαίνουν σε διάφορους μετασχηματισμούς, όπως είναι:

- ο μετασχηματισμός της ληκτότητας των απαιτήσεων, και τούτο διότι μετατρέπουν βραχυχρόνιες υποχρεώσεις (καταθέσεις) σε μακροχρόνιες απαιτήσεις (δάνεια), και
- ο μετασχηματισμός του ύψους της αξίας των απαιτήσεων υπό την έννοια ότι μετατρέπουν υποχρεώσεις μικρής αξίας (μικρού ύψους καταθέσεις) σε απαιτήσεις μεγάλης αξίας (μεγάλου ύψους δάνεια)³³⁵.

331. Για τη νομική φύση των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, βλ. αναλυτικά κατωτέρω, υπό κεφάλαιο πέμπτο, Α.2.

332. Βλ. Γκόρτσο (2011), σελ. 49, Mülbart, Citlau (2011), σελ. 10-13, Triantafyllakis (2010), σελ. 2949, Kirchner (2010), σελ. 2103, Van der Elst (2015), σελ. 7. Βλ. επίσης FSA (2011), σελ. 8-9, όπου όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται από τον πρόεδρό της: “Key to that debate should be a recognition that ‘banks are different’, and that society has a strong interest in bankers taking a different attitude to the balance between risk and return to that which applies in the rest of the economy”.

333. Βλ. Ρόκα, Γκόρτσο (2012), σελ. 5.

334. Βλ. BCBS (1999), παρ. 8.

335. Βλ. αναλυτικά Γκόρτσο (2011), σελ. 21, ο οποίος αναφέρεται και σε έναν άλλο μετασχηματισμό στον οποίο επίσης προβαίνουν οι τράπεζες και αφορά την κατανομή του κινδύνου

Λόγω ωστόσο των μετασχηματισμών στους οποίους προβαίνουν, οι τράπεζες είναι εκτεθειμένες -σε μεγαλύτερο βαθμό από άλλες επιχειρήσεις- σε κινδύνους, οι κυριότεροι εκ των οποίων είναι ο πιστωτικός κίνδυνος, δηλαδή ο κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων των δανειοληπτών τους και η επέλευση ως εκ τούτου ζημιών και ο κίνδυνος ρευστότητας, δηλαδή ο κίνδυνος αδυναμίας κάλυψης των ληξιπροθέσμων υποχρεώσεών τους με λογικό κόστος³³⁶. Περαιτέρω, οι τράπεζες έχουν από τη φύση της λειτουργίας τους πολύ μεγαλύτερη μόχλευση από τις λοιπές εταιρείες, λόγω του ότι τα δανειακά τους κεφάλαια είναι πολλαπλάσια των ιδίων κεφαλαίων τους³³⁷.

Επιπροσθέτως, στο μέτρο που η ποιότητα των χορηγούμενων δανείων, αλλά και των στοιχείων στα οποία συχνά επενδύουν, όπως τα *asset-backed securities*, τα *collateralised debt obligations* και τα *credit default swaps* δεν είναι -συχνά ή τουλάχιστον το ίδιο- προσιτή και ανιχνεύσιμη με την ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων άλλων εταιρειών, όπως για παράδειγμα ο εξοπλισμός και τα πάγια περιουσιακά τους στοιχεία, οι ισολογισμοί των τραπεζών είναι κατά τεκμήριο πολύ πιο δυσχερώς κατανοητοί από τους ισολογισμούς άλλων εταιρειών³³⁸.

2.2 Ο κίνδυνος μετάδοσης προβλημάτων

Λόγω των ως άνω χαρακτηριστικών τους οι τράπεζες είναι ιδιαίτερα επιρρεπείς σε «πανικούς» των πιστωτών τους, υπό την έννοια ότι σε περίπτωση που για οποιονδήποτε λόγο δημιουργηθούν συνθήκες πίεσης, είτε στην αγορά εν γένει είτε στην ίδια την τράπεζα, οι πιστωτές γνωρίζουν ότι η ρευστότητά της θα εξαπληθεί πολύ γρήγορα και, επειδή τα υπόλοιπα περιουσιακά του στοιχεία δε θα είναι εύκολο να ρευστοποιηθούν άμεσα, θα ικανοποιηθούν άμεσα και πλήρως μόνον οι πιστωτές που θα σπεύσουν να ανασύρουν τις καταθέσεις τους και γενικότερα τις απαιτήσεις που έχουν³³⁹. Ως εκ τούτου, αν μια τράπεζα αντιμετωπίσει δυσχέρειες όλοι οι πιστωτές της (καταθέτες, ομολογιούχοι δανειστές και άλλες τράπεζες) θα σπεύσουν σε μαζικές αναλήψεις των κεφαλαίων τους. Αυτό με τη σειρά του έχει ως συνέπεια την αδυναμία της τράπεζας να ανταποκριθεί στην τόσο αυξημένη ζήτηση και τελικά την θέση της σε αφερεγγυότητα³⁴⁰. Αντιπροσω-

χρηματοδότησης. Βλ. επίσης Bainbridge (2012), σελ. 11, Mülberty, Citlau (2011), σελ. 10, 20, Hopt (2013b), σελ. 4, Kirchner (2010), σελ. 2103.

336. Βλ. Ρόκα, Γκόρτσο (2012), σελ. 140, 163 και *ibid* αναλυτικά για το σύνολο των κινδύνων στους οποίους εκτίθενται από την λειτουργία τους οι τράπεζες, σελ. 139-145 και 162-163. Βλ. επίσης Ferrarini (2015), σελ. 9.

337. Βλ. Mülberty (2009), σελ. 420, Mehran, Morrison, Shapiro (2011), σελ. 4, Van der Elst (2015), σελ. 10, Γκόρτσο (2011), σελ. 20, Ferrarini (2015), σελ. 9, Spong, Sullivan (2010), σελ. 5, Μικρουλέα (2014), σελ. 10.

338. Βλ. Mülberty (2009), σελ. 420-421, Mülberty, Citlau (2011), σελ. 18, Ferrarini (2015), σελ. 10, Mehran, Morrison, Shapiro (2011), σελ. 5. Βλ. επίσης Hopt (2013b), σελ. 8, Van der Elst (2015), σελ. 9, ο οποίος επισημαίνει πάντως ότι το χαρακτηριστικό αυτό συναντάται στις τράπεζες, αλλά όχι μόνον, σε αυτές. Βλ. επίσης Avgouleas, Cullen (2014), σελ. 8 επ.

339. Βλ. Mülberty (2009), σελ. 421, Gortsos (2014), σελ. 33-34.

340. Βλ. Mülberty (2009), σελ. 421, και αναλυτικά για την θεωρία των τραπεζικών πανικών Γκόρτσο (2011), σελ. 84-86.

πλευτικό παράδειγμα τέτοιου πανικού παρατηρήθηκε πρόσφατα στην *Northern Rock* το 2008 στο Ηνωμένο Βασίλειο³⁴¹.

Αναλόγως, η αφερεγγυότητα μιας τράπεζας ενδέχεται να δημιουργήσει αλυσιδωτές αντιδράσεις και να συμπαρασύρει τελικά σε αφερεγγυότητα και άλλες τράπεζες ή χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις³⁴². Σύμφωνα με τη θεωρία³⁴³, οι δίαυλοι μετάδοσης προβλημάτων από το ένα πιστωτικό ίδρυμα στο άλλο είναι δύο:

- ο πρώτος είναι ο πληροφοριακός, ο οποίος εκδηλώνεται με τη μορφή πανικού, και
- ο δεύτερος είναι ο πραγματικός, ο οποίος εμφανίζεται με τη μορφή του καλούμενου συστημικού κινδύνου, δηλαδή του κινδύνου δυσλειτουργίας ή αδυναμίας παροχής μιας ή περισσότερων υπηρεσιών λόγω αδυναμιών είτε μιας τράπεζας είτε του συνόλου του τραπεζικού συστήματος, η οποία έχει αρνητικές επιπτώσεις στον πραγματικό τομέα της οικονομίας.

Πέραν όμως των εγγενών αυτών κινδύνων οι οποίοι συνδέονται με τη φύση της λειτουργίας των τραπεζών, επισημαίνεται επίσης ότι στην πορεία της εξέλιξής τους οι τραπεζικές δραστηριότητες έγιναν πιο πολύπλοκες με τη χρήση καινοτόμων χρηματοδοτικών εργαλείων, η έκταση της χρήσης των οποίων υπήρξε σε ορισμένες περιπτώσεις υπερβολική, όπως συνέβη για παράδειγμα με τις τιτλοποιήσεις και τις επανατιτλοποιήσεις³⁴⁴. Λόγω δε της πολυπλοκότητας αυτής και του ότι πολλές τράπεζες αναπτύχθηκαν σε παγκόσμιο επίπεδο με εταιρικές δομές ιδιαίτερα σύνθετες, από τη μια πλευρά η εποπτεία τους κατέστη πιο δυσχερής και από την άλλη ο συστημικός κίνδυνος στον οποίος ήταν εκτεθειμένες αυξήθηκε³⁴⁵.

Κατά συνέπεια, τα ιδιαίτερα αυτά χαρακτηριστικά της λειτουργίας των τραπεζών σε συνδυασμό με τον καίριο ρόλο που διαδραματίζουν στην οικονομία αποτελούν ακριβώς το λόγο για τον οποίο ο τραπεζικός τομέας ήταν και εξακολουθεί να είναι σε παγκόσμιο επίπεδο ένας από τους πιο αυστηρά -σε σχέση με άλλους τομείς της οικονομίας- ρυθμιζόμενους και εποπτευόμενους τομείς³⁴⁶. Κύριο ζητούμενο αποτελεί η διασφάλιση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος από τον κίνδυνο αλυσιδωτών αρνητικών αντιδράσεων και η προστασία των καταθετών και των επενδυτών, ο στόχος δε αυτός επιδιώκεται μέσω των διατάξεων του καλούμενου «δημοσίου τραπεζικού δικαίου»³⁴⁷.

341. Βλ. *Tomasic* (2011), σελ. 53 επ.

342. Βλ. *Van der Elst* (2015), σελ. 8.

343. Βλ. αναλυτικά *Γκόρτσο* (2011), σελ. 83-84 και την εκεί παραπεμπόμενη βιβλιογραφία, *Mülbert, Citlau* (2011), σελ. 13-19.

344. Βλ. *Mehran, Morrison, Shapiro* (2011), σελ. 1 και *Γκόρτσο* (2011), σελ. 139, ο οποίος σε ό,τι αφορά τα αίτια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007-2009), επισημαίνει διάφορες κατηγορίες αστοχιών, στις οποίες περιλαμβάνονται, μεταξύ άλλων, η έκταση της διαδικασίας τιτλοποίησης απαιτήσεων και ο υψηλότερος βαθμός μόχλευσης ορισμένων τραπεζών.

345. Βλ. *Mehran, Morrison, Shapiro* (2011), σελ. 1, *Hopt* (2013b), σελ. 51 και *Van der Elst* (2015), σελ. 8-9.

346. Βλ. *Mülbert* (2009), σελ. 422, *Hopt* (2013b), σελ. 9, *Γκόρτσο* (2011), σελ. 49-109.

347. Βλ. *Ρόκα, Γκόρτσο* (2012), σελ. 3. Για τις επιμέρους διατάξεις του ενωσιακού και του ελληνικού δικαίου, βλ. αναλυτικά *ibid*, σελ. 85-177 και *Γκόρτσο* (2011), σελ. 55 και 86-109. Βλ.

3. Η επίδραση των ιδιαιτεροτήτων της λειτουργίας των τραπεζών στην εταιρική τους διακυβέρνηση

3.1 Τα δυνητικά πεδία συγκρούσεων συμφερόντων

Οι προαναφερθείσες ιδιαιτερότητες των τραπεζών σε σχέση με τις λοιπές εταιρείες επηρεάζουν και τον τρόπο λειτουργίας της εταιρικής διακυβέρνησης σε αυτές. Τα εμφανιζόμενα πεδία δυνητικών συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ των πιστωτών της, όπως είναι οι καταθέτες ή οι κάτοχοι ομολόγων και των μετόχων της είναι σαφώς πιο πολύπλοκα³⁴⁸ απ' ό,τι στις λοιπές εταιρείες.

(α) Από τη μια πλευρά, οι καταθέτες και οι ομολογιούχοι δανειστές δεν ενδιαφέρονται για την κερδοφορία της τράπεζας, η οποία παραμένει σε αυτήν ή αποδίδεται εν μέρει στους μετόχους, αλλά πρωτίστως για τη διασφάλιση της δυνατότητας της τράπεζας να τους επιστρέψει τις καταθέσεις και τις αποδόσεις τους σε πρώτη ζήτηση ή/και σύμφωνα με τους όρους της σύμβασης που έχουν συνάψει. Ως εκ τούτου, είναι «αντίθετοι» σε ο,τιδήποτε θα μπορούσε να θέσει σε διακίνδυνευση τη δυνατότητα της τράπεζας να εκπληρώσει τις έναντι αυτών υποχρεώσεις της³⁴⁹.

Βεβαίως, και στην περίπτωση των πιστωτών της τράπεζας, τα συμφέροντα, τα κίνητρα, αλλά και οι κίνδυνοι που διατρέχουν οι επιμέρους κατηγορίες διαφοροποιούνται, όπως και εκείνα των μετόχων. Οι μικρο-καταθέτες και οι μικρο-ομολογιούχοι για παράδειγμα ενδιαφέρονται κατά κύριο λόγο -αν όχι αποκλειστικά- για την αποπληρωμή των απαιτήσεών τους, δεν είναι όμως, κατά τεκμήριο, σε θέση να κατανοήσουν και να ελέγξουν την τυχόν υπερβολική ανάληψη κινδύνων εκ μέρους της τράπεζας³⁵⁰. Αντίθετα, οι μεγάλοι πιστωτές μπορούν να αντιληφθούν, επίσης κατά τεκμήριο, καλύτερα τους αναλαμβανόμενους από την τράπεζα κινδύνους, συχνά δε, λαμβάνουν εξασφαλίσεις, οπότε στο μέτρο που οι κίνδυνοι στους οποίους εκτίθεται η τράπεζα δεν επηρεάζουν την εξασφάλισή τους, στην ουσία δεν διακινδυνεύουν οι ίδιοι³⁵¹.

(β) Από την άλλη πλευρά, οι μέτοχοι της τράπεζας ενδιαφέρονται, όπως έχει ήδη επισημανθεί, κατά τεκμήριο, περισσότερο για την αύξηση της τιμής των μετοχών τους και τη μεγιστοποίηση της κερδοφορίας της και λιγότερο για τους κινδύνους που αναλαμβάνει και για το αν για παράδειγμα οι δραστηριότητές της

επίσης *Mülbert, Citlau* (2011), σελ. 21, οι οποίοι, αναφερόμενοι στις ενδεχόμενες επιδράσεις της κρίσης στο ρυθμιστικό πλαίσιο για την αποφυγή μελλοντικών κρίσεων, παρατηρούν ότι: “Stringent prudential regulation may have the effect of dampening risk taking to a suboptimal level. However, it must remain the primary policy goal that institutional risk be managed efficiently and not be eliminated”.

348. *Ευρωπαϊκή Επιτροπή* (2010α), υπό 2. Βλ. επίσης *Kirchner* (2010), σελ. 2105.

349. Βλ. *Hopt* (2013b), σελ. 17 και 54, *Mülbert* (2009), σελ. 424 επ. και ιδίως 427.

350. Βλ. *Hopt* (2013b), σελ. 17, *Van der Elst* (2015), σελ. 23, *Gortsos* (2014), σελ. 32.

351. Βλ. *Hopt* (2013b), σελ. 18 και 55, ο οποίος επισημαίνει επίσης ότι στις περιπτώσεις που μια τράπεζα αντιμετωπίζει οικονομικές δυσκολίες, αυτό που παρατηρείται είναι ότι οι μεγάλοι πιστωτές της ενεργοποιούνται και επιδιώκουν την ανάμειξή τους στη διοίκησή της.

θέτουν σε διακινδύνευση τη βιωσιμότητά της³⁵². Η παρατήρηση αυτή φαίνεται να ισχύει σύμφωνα με τη βιβλιογραφία όχι μόνο για τους μικρομετόχους, αλλά και για τους θεσμικούς επενδυτές και ιδίως εκείνους που έχουν σχετικά μικρό αριθμό μετοχών σε περισσότερες διαφορετικές τράπεζες για λόγους διασποράς των κινδύνων³⁵³.

3.2 Η συμβολή της εταιρικής διακυβέρνησης στην άσκηση εποπτείας

Η ισχυρή εταιρική διακυβέρνηση, η οποία, μεταξύ άλλων, συνεπάγεται την αποτελεσματική εποπτεία των δραστηριοτήτων και των εργασιών της τράπεζας από το διοικητικό όργανο και την ανώτατη διοίκησή της συμβάλλει και διευκολύνει σε μεγάλο βαθμό την άσκηση εποπτείας από την αρμόδια εποπτική αρχή στην οποία επιτρέπει να στηριχτεί περισσότερο σε εσωτερικές διαδικασίες της τράπεζας³⁵⁴.

Ο ιδιαίτερα σημαντικός ρόλος της εταιρικής διακυβέρνησης τόσο για την άσκηση εποπτείας όσο και για την εμπιστοσύνη του κοινού στη λειτουργία του τραπεζικού τομέα τονίζεται και από την Επιτροπή της Βασιλείας στο αναθεωρημένο κείμενο αρχών που εξέδωσε, σε συνέχεια της κρίσης, το 2010 για την ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης των τραπεζών. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την Επιτροπή της Βασιλείας, οι αποτελεσματικές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο για την επίτευξη και τη διατήρηση της εμπιστοσύνης του κοινού στον τραπεζικό τομέα, ενώ, αντίθετα, η αδύναμη εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να συμβάλλει στην «αποτυχία» (failure) μιας τράπεζας ή/και να έχει ως αποτέλεσμα την απώλεια της εμπιστοσύνης των αγορών στη δυνατότητα να διαχειριστεί ορθά τα περιουσιακά της στοιχεία και τις υποχρεώσεις της, κάτι το οποίο θα μπορούσε να οδηγήσει ακόμη και σε τραπεζικό πανικό³⁵⁵.

Περαιτέρω, η Επιτροπή της Βασιλείας επισημαίνει στο κείμενο αρχών εταιρικής διακυβέρνησης που εξέδωσε το 2015 ότι η ισχυρή και αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί απαραίτητο στοιχείο για την υγιή και ορθή λειτουργία μιας τράπεζας και, εφόσον οι κανόνες της δεν εφαρμόζονται αποτελεσματικά, μπορεί να επηρεάσουν δυσμενώς το προφίλ κινδύνου της³⁵⁶. Υπό την έννοια αυτή, σύμφωνα με την Επιτροπή της Βασιλείας, η καλή εταιρική διακυβέρνηση των τραπεζών συμβάλλει στη διατήρηση ενός αποτελεσματικού εποπτικού συστήματος και στην προστασία των καταθετών. Μπορεί δε να λειτουργήσει βοηθητικά, όταν μια τράπεζα αντιμετωπίζει προβλήματα, καθώς στις περιπτώσεις

352. Βλ. *Ferrarini* (2015), σελ. 18-19, *Μικρουλέα* (2014), σελ. 10, *Avgouleas, Cullen* (2014), σελ. 13-17.

353. Βλ. *Coffee* (2012), *Hopt* (2013b), σελ. 54, ο οποίος, αναφερόμενος επίσης στους πλειοψηφούντες μετόχους, επισημαίνει ότι και αυτοί ενδέχεται να μην εμποδίζουν την υπερβολική ανάληψη κινδύνων, είτε επειδή έχουν ίδιο συμφέρον προς τούτο, ιδίως στην περίπτωση ομίλων, είτε για άλλους λόγους. Βλ. ωστόσο *Van der Elst* (2015), 13-15, ο οποίος επισημαίνει ότι η συμπεριφορά των μετόχων των τραπεζών δεν διαφοροποιείται εν γένει από τη συμπεριφορά των μετόχων άλλων εταιρειών. Αυτό δεν αλλάζει όμως την πολυπλοκότητα των συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ των πιστωτών μιας τράπεζας, περιλαμβανομένων των καταθετών και των μετόχων τους.

354. Βλ. *Mülbert* (2009), σελ. 430.

355. *BCBS* (2010α), παρ. 13, σελ. 5.

356. *BCBS* (2015), παρ. 5, σελ. 3.

αυτές η εποπτική αρχή μπορεί να ζητήσει μεγαλύτερη εμπλοκή του διοικητικού οργάνου της τράπεζας ή των αρμοδίων λειτουργιών ελέγχου αυτής (κυρίως σε ό,τι αφορά τον εσωτερικό έλεγχο και τη διαχείριση κινδύνων) για τη λήψη διορθωτικών μέτρων και την παρακολούθησή τους³⁵⁷.

Συνεπώς, η εταιρική διακυβέρνηση των τραπεζών αντιμετωπίζεται από την Επιτροπή της Βασιλείας ως παράγοντας που συνδέεται με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και έχει υπό την έννοια αυτή εποπτική σημασία³⁵⁸. Με βάση αυτή την προσέγγιση η ρυθμιστική και εποπτική παρέμβαση στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να ιδωθεί ως αντίδραση στην αδυναμία των μετόχων και των πιστωτών της τράπεζας να διασφαλίσουν την κατάλληλη εταιρική διακυβέρνησή της, η παρέμβαση δε αυτή «νομιμοποιείται» και οφείλει να οριοθετείται από το σκοπό της διατήρησης της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, που αποτελεί αρμοδιότητα των εποπτικών και ρυθμιστικών αρχών του τραπεζικού τομέα³⁵⁹. Από την άλλη πλευρά, η ενδυνάμωση της κρατικής εποπτείας λειτουργεί ανασταλτικά στην ανεξαρτησία του διοικητικού οργάνου και την προσπάθεια ελέγχου των ενδιαφερομένων μερών, όπως οι μέτοχοι και οι πιστωτές των τραπεζών³⁶⁰, γεγονός το οποίο χρήζει της δέουσας εξισορρόπησης σε ό,τι αφορά την έκταση της ρυθμιστικής παρέμβασης.

3.3 Οι λόγοι που υπαγορεύουν την ανάπτυξη ειδικού πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης για τις τράπεζες

Συνοψίζοντας, και επανερχόμενοι στο ερώτημα για ποιο λόγο η έμφαση στην υιοθέτηση κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, ειδικά, για τις τράπεζες δόθηκε σε συνέχεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, επισημαίνονται τα εξής³⁶¹:

(α) Οι ιδιαιτερότητες της λειτουργίας των τραπεζών υπήρχαν ανέκαθεν λόγω της φύσης των εργασιών τους, μολοντί με το πέρασμα των χρόνων και τη διεθνοποίηση των δραστηριοτήτων τους εξελίχθηκαν σε ακόμη πιο πολύπλοκες και σύνθετες.

(β) Όπως αναδείχτηκε κατά την κρίση, παρά την πρόοδο που σημειώθηκε την τελευταία δεκαετία σε ό,τι αφορά την υιοθέτηση κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, τα περισσότερα από τα κίνητρα που δόθηκαν -πολλά δε από αυτά θεσμοθετήθηκαν- ενθάρρυναν την ανάληψη δράσης των επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού συστήματος, περιλαμβανομένων των τραπεζών, με γνώμονα τη βραχυπρόθεσμη προοπτική και την επίτευξη της μεγαλύτερης δυνατής κερδοφορίας σε βάρος της ποιότητας της πιστωτικής πολιτικής και της πρόληψης³⁶². Στην προσέγγιση δε αυτή θεωρείται ότι συνέβαλαν σε μεγάλο βαθμό και οι νέοι

357. BCBS (2015), παρ. 6, σελ. 3.

358. Ο εποπτικός χαρακτήρας των διατάξεων περί εταιρικής διακυβέρνησης των τραπεζών επιβεβαιώνεται τουλάχιστον σε ευρωπαϊκό επίπεδο στο πλαίσιο της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ. Βλ. αναλυτικά κατωτέρω, υπό μέρος πρώτο, κεφάλαιο πέμπτο, Β.3.

359. Βλ. Hopt (2013b), σελ. 18-19.

360. Βλ. Hopt (2013b), σελ. 55 και τις εκεί αναφερόμενες παραπομπές.

361. Για την ιστορική εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης των τραπεζών, βλ. επίσης Μικρουλέα (2013), σελ. 336-339.

362. De Larosière Report (2009), παρ. 111.

λογιστικοί κανόνες που συστηματικά ήταν προσανατολισμένοι στη βραχυπρόθεσμη απόδοση³⁶³. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον όμως τόσο οι επενδυτές όσο και οι μέτοχοι σταδιακά συνήθισαν σε όλο και υψηλότερα εισοδήματα και αποδόσεις και ελάχιστοι ήταν οι εταιρικοί διοικητές που απέφυγαν τον ανταγωνισμό, ακόμη και εάν είχαν υποψιαστεί ή όφειλαν να γνωρίζουν ότι τα *risk premia* έπεφταν και ότι η τιτλοποίηση έτσι όπως εφαρμοζόταν δεν θα μπορούσε να προστατεύσει το χρηματοπιστωτικό σύστημα από τους κινδύνους στους οποίους είχε εκτεθεί³⁶⁴.

(γ) Έγινε αντιληπτό ότι η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να αποτελέσει ιδιαίτερα χρήσιμο εργαλείο για τις αρμόδιες εποπτικές αρχές των τραπεζών κατά την εκπλήρωση των εποπτικών καθηκόντων τους στο βαθμό που ενισχύει τη διαφανή και αποτελεσματική διοίκηση των τραπεζών.

(δ) Η χρηματοπιστωτική κρίση συνδέεται, όπως προεκτέθηκε, σε μεγάλο ή μικρότερο βαθμό, άμεσα ή έμμεσα με αποτυχίες και αδυναμίες της εταιρικής διακυβέρνησης των τραπεζών, γεγονός που δε θα μπορούσε παρά να ενεργοποιήσει μηχανισμούς ενίσχυσης των κανόνων της. Στο πλαίσιο αυτό, υπαγορεύτηκε η ανάγκη υιοθέτησης κανόνων οι οποίοι να προσαρμόζονται και να υπηρετούν τα ειδικά χαρακτηριστικά που παρουσιάζουν οι τράπεζες³⁶⁵.

Ορθά επισημαίνεται, πάντως, ότι εκ του αποτελέσματος λίγοι μόνον από τους υιοθετηθέντες με την Οδηγία 2013/36/ΕΕ (CRD IV) κανόνες εστιάζουν στις ιδιαιτερότητες των τραπεζών, καθώς οι περισσότεροι επαναλαμβάνουν ήδη υφιστάμενους κανόνες σε κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης που ισχύουν εν γένει για τις εισηγμένες εταιρείες, υπό την έννοια δε αυτή, η μείζων αλλαγή που επήλθε εν προκειμένω συνίσταται στην περιβολή των κανόνων αυτών με νομοθετική ισχύ³⁶⁶.

4. Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης στις λοιπές εταιρείες του χρηματοπιστωτικού συστήματος

4.1 Η προβληματική

Ακολούθως, ένα άλλο ερώτημα που τίθεται είναι κατά πόσο οι ειδικοί αυτοί κανόνες αφορούν μόνον τις τράπεζες ή και άλλες εταιρείες του χρηματοπιστωτικού συστήματος, δηλαδή τις λοιπές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον τραπεζικό τομέα, εταιρείες που δραστηριοποιούνται στις κεφαλαιαγορές και εταιρείες του ασφαλιστικού τομέα. Σε διεθνές επίπεδο, εκτός από την Επιτροπή της Βασιλείας η οποία αναθεώρησε, όπως προαναφέρθηκε, το κείμενο αρχών εταιρικής διακυβέρνησης τόσο το 2010 όσο και το 2015, αντίστοιχη δραστηριότητα ανέπτυξε και η Διεθνής Ένωση των Εποπτών του Ασφαλιστικού Τομέα, καθώς οι αδυναμίες που αναδείχτηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης στην εταιρική διακυβέρνηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος αφορούσαν και τον ασφαλιστικό τομέα³⁶⁷.

363. *Ibid*, παρ. 111.

364. *Ibid*, παρ. 112.

365. Βλ. *Hopt* (2013b), σελ. 50, *Ευρωπαϊκή Επιτροπή* (2010α), υπό ενότητα 2.

366. Βλ. *Van der Elst* (2015), σελ. 28-29.

367. *IAIS* (2011a), *IAIS* (2011b).

Επίσης, σε ευρωπαϊκό επίπεδο, τόσο η έκθεση *de Larosière*³⁶⁸ όσο και η Σύσταση 2009/384/ΕΚ που εκδόθηκε για τις πολιτικές αποδοχών, αναφέρονται πέραν των πιστωτικών ιδρυμάτων γενικώς σε χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τη Σύσταση αυτή, ως χρηματοπιστωτική επιχείρηση νοείται οποιαδήποτε επιχείρηση, ανεξάρτητα από το νομικό της τύπο και από το αν υπόκειται σε συγκεκριμένο ρυθμιστικό πλαίσιο ή όχι, η οποία παρέχει κατ' επάγγελμα τις ακόλουθες υπηρεσίες: αποδοχή καταθέσεων και άλλων επιστρεπτών κεφαλαίων, επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες στο πλαίσιο της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ, ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές υπηρεσίες και παρεμφερείς με τις προαναφερθείσες υπηρεσίες³⁶⁹.

Συνεπώς, οι χρηματοπιστωτικές εταιρείες που καταλαμβάνονται από το πεδίο εφαρμογής της είναι, ενδεικτικά, τα πιστωτικά ιδρύματα, οι επιχειρήσεις επενδύσεων, οι ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και τα συλλογικά επενδυτικά σχήματα³⁷⁰. Ενώ, μάλιστα στην πρώτη αιτιολογική σκέψη της Σύστασης γίνεται ρητή αναφορά στο ότι τα προβλήματα που αναδείχτηκαν αφορούσαν κυρίως τα πιστωτικά ιδρύματα και τις επιχειρήσεις επενδύσεων, το πεδίο εφαρμογής της είναι γενικότερο και καταλαμβάνει τελικά όλες τις προαναφερθείσες χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις³⁷¹. Οι περιορισμοί που τίθενται συνδέονται με την αρχή της αναλογικότητας υπό την έννοια ότι η εφαρμογή των καθιερούμενων αρχών και κανόνων, κατά περίπτωση, θα πρέπει να συνδέεται με το μέγεθος, την πολυπλοκότητα και τη φύση των δραστηριοτήτων των επιμέρους χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων³⁷².

4.2 Επισκόπηση νομικών πράξεων του χρηματοπιστωτικού δικαίου με αναφορές στην εταιρική διακυβέρνηση

Όπως έχει προαναφερθεί, σε συνέχεια της κρίσης, με γνώμονα την ενίσχυση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του και την αντιμετώπιση συγκεκριμένων ελλείψεων του ρυθμιστικού πλαισίου, αναλήφθηκαν σε παγκόσμιο επίπεδο πολλές ρυθμιστικές πρωτοβουλίες, οι οποίες σε ό,τι αφορά το ευρωπαϊκό δίκαιο, με λίγες εξαιρέσεις, έχουν ολοκληρωθεί. Είναι αξιοσημείωτο ότι στην πλειοψηφία των Οδηγιών και των Κανονισμών που εκδόθηκαν και αφορούν την λειτουργία των χρηματοπιστωτικών εταιρειών συναντώνται συγκεκριμένοι -και συχνά αρκετά διεξοδικοί- κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης,

368. *De Larosière Report* (2009), παρ. 23-24, 111, 119-124.

369. Σύσταση 2009/384/ΕΚ, άρθρο 2.1.

370. Σύσταση 2009/384/ΕΚ, άρθρο 2.1. Βλ. επίσης, *Ευρωπαϊκή Επιτροπή* (2010α), σελ. υπό 1, σελ. 3.

371. Βλ. επίσης *Walker Report* (2009), υπό 1.2, σελ. 23, όπου επισημαίνεται ότι ενώ η έμφαση σε ό,τι αφορά τις προτεινόμενες από την έκθεση αυτή συστάσεις δίνεται στα μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα, στο μέτρο που άλλες επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος, όπως οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις και οι εταιρείες διαχείρισης επενδυτικών κεφαλαίων διαδραματίζουν ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στις κεφαλαιαγορές και το χρηματοπιστωτικό σύστημα εν γένει και τυχόν δυσλειτουργία τους ενδέχεται να δημιουργήσει αναταραχή σε όλο το σύστημα, οι συστάσεις της εν λόγω έκθεσης απευθύνονται και στις εν λόγω επιχειρήσεις σύμφωνα με την αρχή της αναλογικότητας.

372. Σύσταση 2009/384/ΕΚ, αιτιολογική σκέψη 11, *Ευρωπαϊκή Επιτροπή* (2010α), υπό 1, σελ. 3.

οι οποίοι -με την επιφύλαξη της αρχής της αναλογικότητας- ισχύουν για τις εταιρείες αυτές αυτοτελώς, ανεξάρτητα δηλαδή από το αν οι κινητές αξίες τους αποτελούν ή όχι αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά.

Ενδεικτικά³⁷³ νομοθετικές πράξεις του ενωσιακού χρηματοπιστωτικού δικαίου που εκδόθηκαν σε συνέχεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007-2009) και περιέχουν κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, αφορούν -πέραν των πιστωτικών ιδρυμάτων-:

(α) Εταιρείες του ασφαλιστικού τομέα: με την Οδηγία 2009/138/ΕΚ, γνωστή ως “Solvency II” καθιερώθηκαν με τα άρθρα 41-50 αυτής, συγκεκριμένες υποχρεώσεις εταιρικής διακυβέρνησης. Η Οδηγία αυτή εφαρμόζεται στις επιχειρήσεις πρωτασφάλισης ζωής και ζημιών, που είναι εγκατεστημένες στο έδαφος κράτους μέλους ή που επιθυμούν να εγκατασταθούν σ’ αυτό, και στις επιχειρήσεις αντασφάλισης που ασκούν μόνον αντασφαλιστικές δραστηριότητες και που είναι εγκατεστημένες στο έδαφος κράτους μέλους ή που επιθυμούν να εγκατασταθούν σ’ αυτό³⁷⁴.

(β) Εταιρείες του τομέα της κεφαλαιαγοράς:

(i) Με το άρθρο 9 της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ (MiFID II) θεσπίζονται συμπληρωματικές προς την Οδηγία 2013/36/ΕΕ (CRD IV) απαιτήσεις αναφορικά με το διοικητικό όργανο των επιχειρήσεων επενδύσεων³⁷⁵, καθώς επίσης και κανόνες για το διοικητικό όργανο του διαχειριστή αγοράς (άρθρο 45), για τα πρόσωπα που ασκούν ουσιώδη επιρροή στη διαχείριση αγοράς (άρθρο 46) και για το διοικητικό όργανο των παρόχων υπηρεσιών αναφοράς δεδομένων (άρθρο 63).

(ii) Με την Οδηγία 2009/65/ΕΚ, όπως ισχύει, καθιερώνονται λεπτομερείς κανόνες (άρθρα 14α-14β) για τις αποδοχές των διαχειριστών ΟΣΕΚΑ και, συγκεκριμένα, προβλέπεται η υποχρέωση η πολιτική αποδοχών που εφαρμόζει η εταιρεία διαχείρισης του ΟΣΕΚΑ να συνάδει με τη χρηστή διαχείριση κινδύνων του ΟΣΕΚΑ, καθώς επίσης και η υποχρέωση καταγραφής στην ετήσια έκθεση του ΟΣΕΚΑ του ύψους των αποδοχών των διαχειριστών των ΟΣΕΚΑ για κάθε οικονομικό έτος με τα προβλεπόμενα στοιχεία πληροφόρησης³⁷⁶.

373. Λόγω της πληθώρας και της πολυπλοκότητας των νομοθετικών πράξεων που ήδη εκδόθηκαν ή τελούν υπό εκπόνηση, σε συνέχεια της κρίσης, στο ενωσιακό χρηματοπιστωτικό δίκαιο, η επισκόπηση που ακολουθεί δεν φιλοδοξεί να είναι εξαντλητική, αλλά να αναδείξει αντιπροσωπευτικά παραδείγματα κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης που υιοθετήθηκαν με τις εν λόγω πράξεις.

374. Για το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας 2009/138/ΕΚ, όπως ισχύει, και τις εταιρείες ή τις δραστηριότητες στις οποίες δεν εφαρμόζεται, βλ. άρθρα 2 και 3-12, αντίστοιχα.

375. Για τον ορισμό της επιχείρησης επενδύσεων για τους σκοπούς της εν λόγω Οδηγίας, βλ. άρθρο 4 παρ. 1 στοιχείο 1) αυτής. Επισημαίνεται ότι στις επιχειρήσεις επενδύσεων εφαρμόζονται επίσης οι διατάξεις περί εταιρικής διακυβέρνησης της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ. Η εφαρμογή των ίδιων κανόνων τόσο για τα πιστωτικά ιδρύματα όσο και για τις επιχειρήσεις επενδύσεων αποτελεί επιλογή του ενωσιακού νομοθέτη όχι μόνον σε σχέση με την εταιρική διακυβέρνηση, αλλά γενικότερη, καθώς η Οδηγία αυτή εφαρμόζεται σχεδόν στο σύνολο της και στις δύο κατηγορίες εταιρειών.

376. Οι διατάξεις για τις πολιτικές αποδοχών καθιερώθηκαν πρόσφατα με την Οδηγία 2014/91/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (άρθρο 1 παρ. 2). Η θέσπισή τους κρίθηκε αναγκαία στο βαθμό που οι αποδοχές των διαχειριστών των ΟΣΕΚΑ βασίζονταν, του-

(iii) Με την Οδηγία 2011/61/ΕΚ, όπως ισχύει, για τους διαχειριστές εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων θεσπίζονται κανόνες αναφορικά με τις πολιτικές αποδοχών (άρθρο 13) και διαχείρισης κινδύνων (άρθρα 15-16) που οφείλουν να εφαρμόζουν οι διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων³⁷⁷.

(iv) Με τον Κανονισμό 1060/2009, όπως ισχύει, για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας καθιερώνονται κανόνες (άρθρο 6 παρ. 4) για την υποχρέωσή τους να καθιερώνουν τυποποιημένες διαδικασίες λειτουργίας σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση, την οργάνωση και τη διαχείριση της σύγκρουσης συμφερόντων, τις οποίες οφείλουν περαιτέρω να παρακολουθούν και να επανεξετάζουν τακτικά, ώστε να αξιολογείται η αποτελεσματικότητά τους και να επικαιροποιούνται όταν αυτό κρίνεται αναγκαίο³⁷⁸.

(v) Με τον Κανονισμό 648/2012, όπως ισχύει, για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών, καθιερώθηκαν λεπτομερείς κανόνες (άρθρα 26-28) για τη διακυβέρνηση, το διοικητικό όργανο και τη διαχείριση κινδύνων των κεντρικών αντισυμβαλλομένων.

Η μελέτη των εν λόγω κανόνων εκφεύγει των ορίων της παρούσας μελέτης, η οποία, όπως προαναφέρθηκε, εστιάζει σε ό,τι αφορά το χρηματοπιστωτικό σύστημα στους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης που θεσμοθετήθηκαν για τα πιστωτικά ιδρύματα.

Ενδιάμεσο πόρισμα

I. Η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί προνομιακό πεδίο για τις εταιρείες οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά. Λόγω των χαρακτηριστικών τους (ιδίως μεγάλο μέγεθος και ευρεία διασπορά μετοχών) στις εταιρείες αυτές εμφανίζονται με μεγαλύτερη ένταση -σε σχέση με τις λοιπές ανώνυμες εταιρείες- συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ εταιρικών διοικητών και μετόχων και υπάρχει μεγαλύτερη ανάγκη διασφάλισης του ελέγχου της διοίκησης³⁷⁹.

Ωστόσο, την τελευταία ιδίως δεκαετία η ενασχόληση με τη διακυβέρνηση εταιρειών άλλων κατηγοριών, όπως οι δημόσιες επιχειρήσεις και οι μη κερδοσκοπικές εταιρείες, κερδίζει διαρκώς έδαφος. Ανάλογα όμως με τον εταιρικό τύπο στον οποίο εφαρμόζονται, οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης διαφοροποιούνται ως

λάχιστον εν μέρει, στις επιδόσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου. Παρεχόταν συνεπώς σε αυτούς κίνητρο για αύξηση του επιπέδου ανάληψης κινδύνων στο χαρτοφυλάκιο ενός αμοιβαίου κεφαλαίου, προκειμένου να αυξηθούν οι δυνητικές αποδόσεις τους. Ωστόσο, το υψηλότερο επίπεδο κινδύνου εκθέτει τους επενδυτές του αμοιβαίου κεφαλαίου σε υψηλότερες δυνητικές ζημιές από εκείνες που θα μπορούσαν να αναμένονται με βάση το ανακοινωθέν προφίλ κινδύνου του αμοιβαίου κεφαλαίου.

377. Για τους ορισμούς των «εναλλακτικών επενδύσεων» και των «διαχειριστών εναλλακτικών επενδύσεων», βλ. Οδηγία 2011/61/ΕΕ, όπως ισχύει, άρθρο 4 παρ. 1 α)-β). Βλ. επίσης αναλυτικά για τις ρυθμίσεις της Οδηγίας για τις πολιτικές αποδοχών, Μούζουλα (2013), σελ. 401-402, 423 επ.

378. Βλ. Μαστρομανώλη (2013), ιδίως σελ. 95-96.

379. Βλ. ανωτέρω, υπό Α.1.1.

προς τους επιδιωκόμενους κάθε φορά στόχους και, συνακόλουθα, ως προς το περιεχόμενό τους³⁸⁰.

Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά εφαρμόζονται κατά κανόνα -με λίγες μόνο εξαιρέσεις- σε όλες τις εισηγμένες εταιρείες, χωρίς διάκριση ανάλογα με το μέγεθός τους, τη διασπορά των μετοχών, τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρία ή άλλα κριτήρια.

Πέραν όμως του μεγέθους, το οποίο υπαγορεύει ορισμένες διαφοροποιήσεις κυρίως σε σχέση με την παροχή μεγαλύτερης ευελιξίας στις μικρότερου μεγέθους εταιρείες, ιδιαίτερα σημαντικό κριτήριο διαφοροποίησης στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης είναι ή συνάδει να είναι, όπως αναλύθηκε³⁸¹, η έκταση της διασποράς των μετοχών. Στο παράδειγμα των ανεξάρτητων εταιρικών διοικητών, η συμμετοχή και ο ρόλος τους στο διοικητικό όργανο διαφοροποιούνται -ή θα έπρεπε να διαφοροποιούνται- ανάλογα με το αν η εταιρεία είναι πολυμετοχική ή ολιγομετοχική σύνθεσης³⁸²:

- στη μεν πρώτη περίπτωση, κύριο καθήκον τους είναι ο έλεγχος της διοίκησης και η προστασία των συμφερόντων των μετόχων στο πλαίσιο των δυνατικών συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ εταιρικών διοικητών και μετόχων, ενώ
- στη δεύτερη περίπτωση, κύριο καθήκον τους αποτελεί ο έλεγχος του πλειοψηφούντος μετόχου και η προστασία των μετόχων μειοψηφίας.

Διαφορετικό είναι το ζήτημα ότι η ουσιαστική αυτή διαφοροποίηση της στόχευσης των κανόνων, συχνά, δεν λαμβάνεται υπόψη κατά το σχεδιασμό τους με αποτέλεσμα την αβασάνιστη «μεταφορά» κανόνων από ορισμένες έννομες τάξεις σε άλλες με τελείως διαφορετικά χαρακτηριστικά.

Περαιτέρω, ο «τόπος διαπραγμάτευσης» των κινητών αξιών τις οποίες εκδίδουν εταιρείες -εκτός από συγκεκριμένες εξαιρέσεις, που αφορούν κυρίως θέματα απαιτήσεων διαφάνειας- συνεπάγεται διαφοροποιημένη ρυθμιστική αντιμετώπισή τους με μια τάση επιεικέστερης αντιμετώπισης των εταιρειών που εκδίδουν τίτλους οι οποίοι αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε μη ρυθμιζόμενες αγορές. Η διάκριση αυτή υιοθετείται εν μέρει και από τον ευρωπαϊκό νομοθέτη σε ό,τι αφορά την υποχρέωση της υποβολής ετήσιας δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης. Ως εκ τούτου, θα ήταν ορθότερο οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης οι οποίοι απευθύνονται σε εισηγμένες εταιρείες να ισχύουν καταρχήν μόνον σε εκείνες οι κινητές αξίες των οποίων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά³⁸³.

II. Σε συνέχεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης (2007-2009), η εταιρική διακυβέρνηση των εταιρειών του χρηματοπιστωτικού συστήματος ήταν μια από τις θεματικές οι οποίες κρίθηκε σκόπιμο να ενισχυθούν με έμφαση στις τράπε-

380. Βλ. ανωτέρω, υπό Α.1.2.

381. Βλ. ανωτέρω, υπό Α.2.1.

382. Βλ. ανωτέρω, υπό Α.2.2.

383. Βλ. ανωτέρω, υπό Α.3.

ζες³⁸⁴. Η επιλογή της υιοθέτησης ειδικού πλαισίου κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης για τις τράπεζες και της διαφοροποιημένης προσέγγισης σε σχέση με τις λοιπές εταιρείες, οφείλεται σε δύο παράγοντες:

(α) Ο πρώτος είναι οι ιδιαιτερότητες τις οποίες παρουσιάζουν και οι κίνδυνοι στους οποίους εκτίθενται οι τράπεζες εκ της φύσεως της λειτουργίας τους και των υπηρεσιών που παρέχουν³⁸⁵. Οι ιδιαιτερότητες αυτές έχουν ως συνέπεια τη διαφοροποίηση των εμφανιζόμενων πεδίων δυνητικών συγκρούσεων συμφερόντων, ενώ ταυτόχρονα η εταιρική διακυβέρνηση των τραπεζών έχει και εποπτική διάσταση στο μέτρο που -εφόσον λειτουργεί αποτελεσματικά- διευκολύνει την άσκηση εποπτείας και συμβάλλει στην εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στο χρηματοπιστωτικό σύστημα³⁸⁶.

(β) Ο δεύτερος παράγοντας είναι οι αδυναμίες οι οποίες παρατηρήθηκαν στο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης διεθνώς δραστηριοποιούμενων τραπεζών, οι οποίες συνέβαλαν στην εκ μέρους τους ανάληψη υπερβολικών κινδύνων³⁸⁷.

Επίσης, σε συνέχεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης υιοθετήθηκαν κανόνες για την εταιρική διακυβέρνηση και για άλλες -εκτός των τραπεζών- χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, όπως οι επιχειρήσεις επενδύσεων, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις και οι εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων³⁸⁸. Οι υιοθετηθέντες κανόνες εφαρμόζονται ανεξάρτητα από αν οι εταιρείες αυτές είναι εισηγμένες, αν και αυτό είναι σύνηθες ιδίως σε σχέση με τις τράπεζες. Περαιτέρω, σε ενωσιακό επίπεδο, πρόκειται για κανόνες θετικού δικαίου, καθώς περιέχονται σε νομικά δεσμευτικές πράξεις (Κανονισμούς και Οδηγίες).

384. Βλ. ανωτέρω, υπό Β.1.

385. Βλ. ανωτέρω, υπό Β.2.

386. Βλ. ανωτέρω, υπό Β.3.1-3.2.

387. Βλ. ανωτέρω, υπό Β.3.3.

388. Βλ. ανωτέρω, υπό Β.4.

ISBN: 978-960-562-896-5



15568