



ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ, ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΕΝΣΩΜΑΤΩΣΗ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ (ΕΕ) 2017/828 ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ

### **Διατάξεις για την εταιρική διακυβέρνηση**

Το Σχέδιο Νόμου αναβαθμίζει το ρυθμιστικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης προς την κατεύθυνση των διεθνών και ευρωπαϊκών αποδεκτών προτύπων εταιρικής διακυβέρνησης.

Παραθέτουμε τις ακόλουθες παρατηρήσεις σε σχέση με επιμέρους άρθρα του Σχεδίου Νόμου.

### **Άρθρο 4 Πολιτική καταλληλότητας των μελών διοικητικού συμβουλίου**

Στο άρθρο 4(1) προτείνουμε την ακόλουθη διατύπωση: «*Η Εταιρεία διαθέτει και δημοσιοποιεί πολιτική καταλληλότητας...*». Η δημοσιοποίηση θα αποφέρει επιπρόσθετα ωφέλη στην εταιρική διακυβέρνηση καθώς θα ενισχύσει την πληροφόρηση των μετόχων και την ενεργό συμμετοχή τους ως προς τη διαμόρφωση των πολιτικών καταλληλότητας, και συνάδει με τα άρθρα 19 (βλ. παρακάτω) και 32 του Σχεδίου Νόμου και την εισαγωγή ενός ρυθμιστικού πλαισίου ‘μετοχικής εποπτείας’ (shareholder stewardship) στην ελληνική αγορά.<sup>1</sup>

Στο άρθρο 4(1)(γ) θεωρούμε ότι «*η επιλογή υποψηφίων από καταλόγους*» δεν συνιστά καλή πρακτική εταιρικής διακυβέρνησης καθώς συνεπάγεται την εκλογή υποψηφίων μελών ΔΣ κατά ομάδες και όχι κατ’άτομο και στερεί από τους μετόχους τη δυνατότητα διαφοροποίησης της ψήφου τους ανά υποψήφιο μέλος του ΔΣ. Προτείνουμε την ακόλουθη διατύπωση: «*Τον τρόπο με*

---

<sup>1</sup> Βλ. Διονυσία Κατελούζου ‘Μετοχική Εποπτεία (Shareholder Stewardship)’, <http://www.syneemp.gr/assets/Shareholder%20Stewardship.pdf>. Για μια ενδελεχή ανάλυση του ευρύτερου φαινομένου της εποπτείας βλ. Dionysia Katelouzou *Institutional Shareholders and Corporate Governance: A Shift to Enlightened Stewardship* (Cambridge: Cambridge University Press, 2021, Forthcoming).



τον οποίο λαμβάνονται υπόψη, στο πλαίσιο της διαδικασίας επιλογής των μελών του διοικητικού συμβουλίου, κριτήρια πολυμορφίας, συμπεριλαμβανομένης της εκπροσώπησης ανά φύλο, **με ποσόστωση 40% ή με συγκεκριμένο στόχο που θα τίθεται από την πολιτική καταλληλότητας**». Μολονότι η επιβολή άκαμπτων ποσοστώσεων μέσω νομοθετικής παρέμβασης έχει γίνει ήδη αποδεκτή από σειρά μελών της ΕΕ (μεταξύ των οποίων η Νορβηγία, Γαλλία και Ισπανία), θεωρούμε ότι η προσέγγιση μας συνάδει καλύτερα με την υιοθέτηση της αρχής πολυμορφίας και ειδικών πρακτικών η οποία εισήχθη από τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης σε οικειοθελή βάση, καθώς και με τις προτάσεις σε σχέση με το άρθρο 13 του Σχεδίου Νόμου (βλ. παρακάτω).

Στο άρθρο 4(3), προτείνουμε η πολιτική καταλληλότητας να μην υποβάλλεται προς έγκριση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς καθώς η κατάρτιση και τροποποίηση της πολιτικής καταλληλότητας άπτονται των εταιρικών επιλογών. Δεν ενδείκνυται η έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τέτοιων πολιτικών καθώς η προτεινόμενη δημοσιοποίηση στο άρθρο 4(1) παρέχει τα εχέγγυα ελέγχου των πολιτικών καταλληλότητας από τους μετόχους.

#### **Άρθρο 6 Εκτελεστικά μέλη – Μη εκτελεστικά μέλη – Ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη**

Θεωρούμε ότι η έμφαση του Σχεδίου Νόμου στα μη εκτελεστικά μέλη και ιδίως στα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη είναι ορθή ενόψει των ποικίλων πλεονεκτημάτων που φέρουν ως ένας από τους σημαντικότερους εσωτερικούς μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης. Πολλές μελέτες έχουν δείξει ότι η παρουσία ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο ΔΣ δύναται να βελτιώσει την απόδοση του ΔΣ, να πειθαρχήσει τη Διοίκηση και να περιορίσει την ανάληψη κινδύνου χάρη στις ειδικές γνώσεις και την εμπειρία των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών. Αντιθέτως με τα εκτελεστικά μέλη που συνήθως έχουν αναπτύξει μακροχρόνιους δεσμούς με την ιδιοκτησία και τη Διοίκηση της εταιρείας και είναι πιθανό οι αποφάσεις τους να υπολείπονται σε αντικειμενικότητα, τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη μπορούν να συνεισφέρουν μία αντικειμενική οπτική γωνία.



Επιπρόσθετα, τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη δύνανται να διαδραματίσουν ένα κρίσιμο εποπτικό ρόλο, καθώς δεν έχουν στενές σχέσεις με την εταιρεία και τυχόν σημαντικούς μετόχους, προς όφελος του γενικού συμφέροντος των μετόχων και ιδίως της μειοψηφίας των μετόχων όταν υπάρχει πλειοψηφών μέτοχος (agency cost reduction). Τα ανεξάρτητα μέλη έχουν ιδιάζοντα ρόλο στην αποφυγή της ανάληψης υπερβολικού επιχειρηματικού ρίσκου από τις εισηγμένες εταιρείες καθώς ο τρόπος αμοιβής και τα κίνητρα τους είναι ευθυγραμμισμένα με την μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα της κάθε εταιρείας παρά με τη βραχυπρόθεσμη μεγιστοποίηση των κερδών.<sup>2</sup> Οι ρόλοι αυτοί πραγματώνονται τόσο με την γενική συνεισφορά τους στο ΔΣ, όσο και με την συμμετοχή τους στις επιτροπές ελέγχου, αποδοχών και υποψηφιοτήτων. Η ίδρυση τον Νοέμβριο του 2019 της Λέσχης Μη Εκτελεστικών Μελών Διοικητικών Συμβουλίων είναι μία πολύ ευπρόσδεκτη πρωτοβουλία για την ελληνική αγορά καθώς θα βοηθήσει αποφασιστικά τόσο στη διάδοση πληροφοριών σχετικά με το ρόλο των (ανεξάρτητων) μη εκτελεστικών μελών όσο και στη σταδιακή αποδοχή της σημαντικής συνεισφοράς αυτών των μελών στην εταιρική διακυβέρνηση.

Στο άρθρο 6(3) δεν θεωρείται απαραίτητη η συμμετοχή τουλάχιστον δύο ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών για να είναι σε απαρτία το ΔΣ. Τα ανεξάρτητα μέλη έχουν κίνητρο να παρίστανται διότι είναι συλλογικά υπεύθυνα για τις σχετικές αποφάσεις του ΔΣ.

### **Άρθρο 7 Πλαίσιο αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου και Άρθρο 8 Πλαίσιο αρμοδιοτήτων των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου**

Καλωσορίζουμε τις διατάξεις των άρθρων 7 και 8 καθώς θα συμβάλουν στην περαιτέρω κατανόηση των αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών ΔΣ από την Ελληνική αγορά.

Στο άρθρο 8 προτείνουμε την προσθήκη ειδικής μνείας στο ρόλο των μη εκτελεστικών μελών στη διεκόνιση και διασφάλιση της ενεργού συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών (άρθρο 32).

<sup>2</sup> Andreas Kokkinis, *Corporate Law and Financial Instability* (Abington: Routledge, 2017) 64 – 68.



### **Άρθρο 9 Πρόεδρος διοικητικού συμβουλίου**

Προτείνουμε τη διαγραφή του άρθρου 9 καθώς το ζήτημα της επιλογής του προέδρου του ΔΣ πρέπει να αφηθεί στην αυτορρύθμιση των εταιρειών (βλέπε Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και τις προτάσεις μας για την περαιτέρω ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης στο τέλος του παρόντος υπομνήματος).

### **Άρθρο 10 Ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου**

Στο άρθρο 10 (1) (α) προτείνουμε την αναδιατύπωση της διάταξης ως εξής: «Όταν το μέλος *λαμβάνει οποιαδήποτε αμοιβή ή παροχή*» καθώς θεωρούμε ότι η λήψη οποιαδήποτε (όχι μόνο σημαντικής) παροχής ή αμοιβής δεν συνάδει με την ανεξαρτησία του μη εκτελεστικού μέλους.

### **Άρθρο 11 Γενικοί όροι λειτουργίας των επιτροπών**

Ως προς της εισαγωγή των επιτροπών, καλωσορίζουμε τα άρθρα 11 έως 14 του παρόντος Σχεδίου Νόμου. Οι συγκεκριμένες επιτροπές μπορούν να συμβάλουν αποφασιστικά στη βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα.

### **Άρθρο 12 Επιτροπή αποδοχών**

Η επιτροπή αποδοχών μπορεί να συμβάλει καθοριστικά στην ευθυγράμμιση των κινήτρων των εκτελεστικών μελών με το γενικό συμφέρον των μετόχων: αυτός ο στόχος μπορεί να επιτευχθεί διαμέσου της διατυπώσεως προτάσεων προς το ΔΣ, τόσο ως προς την πολιτική αποδοχών όσο ως προς τις αποδοχές των προσώπων που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής αυτής της πολιτικής. Η επιτροπή αποδοχών μπορεί επίσης να αποφέρει περαιτέρω οφέλη στην εταιρική



διακυβέρνηση: οι προτάσεις της προς το ΔΣ δύνανται να ευθυγραμμίσουν τα κίνητρα αμοιβών με πρότυπα ορθής διαχείρισης του επιχειρηματικού ρίσκου.<sup>3</sup>

Θεωρούμε όμως ότι ο ρόλος των μετόχων είναι ιδιαίτερα σημαντικός στην περίπτωση της επιτροπής αποδοχών και προτείνουμε την εισαγωγή ρύθμισης με την οποία να απαιτείται η επιτροπή αποδοχών να συμβουλευέται τους θεσμικούς μετόχους κατά την προετοιμασία των προτάσεων της προς το ΔΣ ως προς την πολιτική αποδοχών που υποβάλλεται προς έγκριση στη γενική συνέλευση σύμφωνα με τα άρθρα 110 και 111 του ν. 4548/2018.<sup>4</sup> Κάτι τέτοιο συνάδει με το άρθρο 32 του Σχεδίου Νόμου και προωθεί την ενεργό συμμετοχή των μετόχων σε ζητήματα εσωτερικής εταιρικής διακυβέρνησης. Τέλος προτείνουμε ότι οι επιτροπές αποδοχών θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη στις προτάσεις τους για τις αποδοχές των προσώπων που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της πολιτικής αποδοχών σύμφωνα με το άρθρο 110 του ν. 4548/2018 τόσο χρηματοοικονομικά όσο και μη χρηματοοικονομικά κριτήρια, συμπεριλαμβανομένων δεικτών αναφορικά με περιβαλλοντικά, κοινωνικά και κυβερνητικά (ESG) κριτήρια.<sup>5</sup>

Το άρθρο 12 μπορεί να αναδιατυπωθεί ως εξής:

*«Τηρουμένων των άρθρων 109 έως και 112 του ν. 4548/2018, η επιτροπή αποδοχών:*

*α) Διατυπώνει προτάσεις προς το διοικητικό συμβούλιο ως προς την πολιτική αποδοχών που υποβάλλεται προς έγκριση της γενικής συνέλευσης σύμφωνα με το **άρθρο 110 παρα. 2 και 111 του ν. 4548/2018. Κατά την προετοιμασία των προτάσεων συνίσταται η διαβούλευση με τους θεσμικούς μετόχους.***

*β) Διατυπώνει προτάσεις προς το διοικητικό συμβούλιο σχετικά με τις αποδοχές των προσώπων που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της πολιτικής αποδοχών σύμφωνα με το άρθρο 110 του ν. 4548/2018. **Στις προτάσεις τους οι επιτροπές αποδοχών θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη***

<sup>3</sup> Andreas Kokkinis, 'Exploring the Effects of the Bonus Cap Rule: The Impact of Remuneration Structure on Risk-Taking by Bank Managers' (2019) 19 Journal of Corporate Law Studies 167.

<sup>4</sup> Dionysia Katelouzou, The Green Paper on Corporate Governance Reform: Does it go far enough? (2017) Gore Browne Special Release.

<sup>5</sup> Dionysia Katelouzou and Peer C Zumbansen, Transnational Corporate Governance: The State of the Art and Twenty-First Century Challenges (2020) TLI Think! Paper 06/2020 available at <https://ssrn.com/abstract=3536488>.



*μεταξύ άλλων τόσο χρηματοοικονομικά όσο και μη χρηματοοικονομικά κριτήρια, συμπεριλαμβανομένων δεικτών αναφορικά με περιβαλλοντικά, κοινωνικά και κυβερνητικά κριτήρια.*

*γ) Εξετάζει τις παρεχόμενες πληροφορίες δια της ετήσιας έκθεσης αποδοχών, παρέχοντας τη γνώμη της προς το διοικητικό συμβούλιο πριν την υποβολή της έκθεσης της γενικής συνέλευσης, σύμφωνα με το άρθρο 112 του ν. 4548/2018.*

### **Άρθρο 13 Επιτροπή υποψηφιοτήτων**

Η επιτροπή υποψηφιοτήτων μπορεί διαμέσου της σωστής λειτουργίας της να διαφυλάξει την ανεξαρτησία των μελών καθώς και την καταλληλότητα των προσόντων τους δεδομένου του ρόλου που διαδραματίζουν στο ΔΣ. Επιπρόσθετα, είναι σκόπιμο η επιτροπή υποψηφιοτήτων να αποτελέσει ταυτόχρονα και επιτροπή εταιρικής διακυβέρνησης στα πλαίσια της αυτορρύθμισης, όπως είναι συνήθης πρακτική στη Μεγάλη Βρετανία. Εξ άλλου για την αποφυγή περιττού βάρους στα ΔΣ δεδομένου του περιορισμένου αριθμού ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών προτείνουμε το Σχέδιο Νόμου να επιτρέψει τον συνδυασμό των λειτουργιών των επιτροπών αποδοχών και υποψηφιοτήτων σε μία επιτροπή κατά την κρίση κάθε εταιρείας. Σε αυτά τα πλαίσια το άρθρο 13 πρέπει να συμπεριλάβει στα καθήκοντα των επιτροπών υποψηφιοτήτων το καθήκον να λαμβάνουν υπόψη τους την αρχή της πολυμορφίας στη διάρθρωση των ΔΣ (φύλου, δεξιοτήτων). Η κατεύθυνση αυτή είναι αναγκαία για την αντιμετώπιση της παρατεινόμενης υποεκπροσώπησης γυναικών σε ΔΣ, συμπληρώνει την οικειοθελή υιοθέτηση της αρχής πολυμορφίας (αναφορικά με τις γνώσεις, δεξιότητες συμπεριλαμβανομένου του φύλου των συμβούλων) από τον Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης, και συνάδει με το άρθρο 4(1)(γ) του Σχεδίου Νόμου.





## **Άρθρα 19 Ενημέρωση μετόχων και 20 Μονάδα εξυπηρέτησης μετόχων**

Καλωσορίζουμε την εισαγωγή των άρθρων 19 και 20 τα οποία θα συμβάλουν σημαντικά στην καλύτερη ενημέρωση των μετόχων σχετικά με την εκλογή των μελών του ΔΣ (άρθρο 19 παρα. 1), το καταστατικό της Εταιρείας (άρθρο 19 παρα. 2) και ζητήματα που αφορούν τα μερίσματα, τις γενικές συνελεύσεις κτλ. (άρθρο 20). Τα εν λόγω άρθρα παραλείπουν να αναφερθούν όμως στη σημασία ενεργούς συμμετοχής των μετόχων και στο ευρύτερο φαινόμενο 'μετοχικής εποπτείας'<sup>6</sup> καθώς και στη συμβολή του ΔΣ στην παροχή σχετικών πληροφοριών. Το πλαίσιο ενεργού συμμετοχής των θεσμικών μετόχων έχει ήδη θεσμοθετηθεί με το άρθρο 32 του Σχεδίου Νόμου και ο ρόλος του ΔΣ για την διεξαγωγή ενός εποικοδομητικού διαλόγου πρέπει να αναγνωριστεί. Η αρμοδιότητα αυτή δεν μπορεί να εκχωρηθεί στη μονάδα εξυπηρέτησης μετόχων (βλ. άρθρο 20(3)(β)). Προτείνουμε λοιπόν της εισαγωγή παραγράφου 3 στο άρθρο 19 ως εξής: **«Το διοικητικό συμβούλιο μεριμνά για την ενημέρωση των θεσμικών μετόχων στο πλαίσιο της ενεργού συμμετοχής του άρθρου 32».**

## **Άρθρο 24 Κυρώσεις**

Καλωσορίζουμε την εισαγωγή δυνατότητας επιβολής επίπληξης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η οποία είναι ένα θετικό βήμα ως προς την αναγνώριση της ευελιξίας στην εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης καθώς και στη διασφάλιση της τήρησης των ρυθμίσεων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Εντούτοις έχουμε ενδοιασμούς ως προς τις επιβαλλόμενες κυρώσεις κατά το άρθρο 24 για παραβάσεις των άρθρων 1 έως 23 οι οποίες περιλαμβάνουν όχι μόνο επίπληξη αλλά και πρόστιμο που δεν υπερβαίνει το 7% του κύκλου εργασιών της εταιρείας για κάθε έτος παράβασης. Κατά το ισχύον μέχρι τώρα πλαίσιο του Νόμου 3016/2002, παραβάσεις επισύρουν μόνο πρόστιμο μέχρι ενός εκατομμυρίου ευρώ (όχι επίπληξη). Η αλλαγή

---

<sup>6</sup> Βλ. Διονυσία Κατελούζου 'Μετοχική Εποπτεία (Shareholder Stewardship)', <http://www.syneemp.gr/assets/Shareholder%20Stewardship.pdf>. Για μια ενδελεχή ανάλυση του ευρύτερου φαινομένου της εποπτείας βλ. Dionysia Katelouzou *Institutional Shareholders and Corporate Governance: A Shift to Enlightened Stewardship* (Cambridge: Cambridge University Press, 2021, Forthcoming)



αυτή είναι σημαντική καθώς το όριο του 7% του κύκλου εργασιών μπορεί να οδηγήσει σε πρόστιμα πολλών εκατομμυρίων. Η προσέγγιση αυτή δεν είναι σύμφωνη με τα ισχύοντα σε διεθνές και ευρωπαϊκό επίπεδο. Είναι άξιο σημείωσης ότι άλλα κράτη μέλη της ΕΕ δεν προβλέπουν στη νομοθεσία τους αυστηρές χρηματικές κυρώσεις για την μη τήρηση κανόνων σχετικών με την εταιρική διακυβέρνηση, οι οποίοι συνήθως περιλαμβάνονται σε κώδικες αυτορρύθμισης.

Το πρόβλημα με την επιβολή αυστηρών χρηματικών κυρώσεων για μη συμμόρφωση με τις διατάξεις περί εταιρικής διακυβέρνησης του Σχεδίου Νόμου συνίσταται σε παρανόηση της φύσης και του σκοπού των προτύπων εταιρικής διακυβέρνησης. Τα πρότυπα αυτά δεν αποτελούν θέσφατα που πρέπει να εφαρμόζονται απαρεγκλίτως από όλες τις εταιρείες. Ανάλογα με τον τομέα οικονομικής δραστηριότητας, τον βαθμό ωριμότητας, τη φύση των μετόχων, το μέγεθος της εταιρείας και άλλες παραμέτρους κάθε εταιρεία πρέπει να έχει ευελιξία να διαμορφώσει το δικό της σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης υπό την εποπτεία της αγοράς. Επιπλέον η απειλή αυστηρών κυρώσεων δημιουργεί τον κίνδυνο συμμόρφωσης μόνο κατά το γράμμα και όχι κατά το πνεύμα του νόμου. Συγκεκριμένα υπάρχει ο κίνδυνος οι σχετικές επιτροπές να συσταθούν αλλά τα φερόμενα ως ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη να μην είναι πραγματικά ανεξάρτητα και ο ρόλος τους στα ΔΣ και τις επιτροπές να είναι διακοσμητικός. Για να αποφευχθεί αυτό χρειάζεται στρατηγική αλλαγής της νοοτροπίας των εκτελεστικών μελών ΔΣ των εισηγμένων ελληνικών ΑΕ αλλά και των πλειοψηφικών ή σημαντικών μετόχων καθώς και η συνδρομή και Ελλήνων και ξένων θεσμικών επενδυτών.<sup>7</sup>

Εντούτοις, αναγνωρίζοντας τη σημασία εισαγωγής ενός υποχρεωτικού πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελληνική αγορά, σύμφωνα με τις προθέσεις του Υπουργείου Οικονομικών, παραθέτουμε κάτωθι συγκεκριμένες προτάσεις για την διατύπωση και εφαρμογή του άρθρου 24.

---

<sup>7</sup> Το άρθρο 32 του Σχεδίου Νόμου περί ενεργού συμμετοχής αποτελεί ένα βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση για την εισαγωγή μετοχικής εποπτείας (shareholder stewardship) στην ελληνική αγορά. Βλ. Διονυσία Κατελούζου 'Μετοχική Εποπτεία (Shareholder Stewardship)', <http://www.syneemp.gr/assets/Shareholder%20Stewardship.pdf>; Dionysia Katelouzou *Institutional Shareholders and Corporate Governance: A Shift to Enlightened Stewardship* (Cambridge: Cambridge University Press, 2021, Forthcoming).





1. Καταρχάς προτείνουμε την αναδιατύπωση του τίτλου του άρθρου 24 σε **Μέτρα και Κυρώσεις**. Αυτή η αναδιατύπωση δίνει έμφαση στη σημασία ευρύτερων μέτρων που δεν αποτελούν κυρώσεις, όπως η επίπληξη, αλλά μπορεί να είναι εξίσου αποτελεσματικά στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης. Επιπλέον η αναδιατύπωση αυτή συνάδει με το τίτλο του άρθρου 36 του Σχεδίου Νόμου.
2. Δεύτερον, έχοντας υπόψη τα πλεονεκτήματα της ευελιξίας στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης και τη δυναμική δημιουργίας κοινωνικών προσδοκιών συμμόρφωσης, θεωρούμε ότι το προβλεπόμενο πρόστιμο έως 7% του κύκλου εργασιών είναι εξαιρετικά υψηλό, ιδίως αν ληφθεί υπόψη και η διεύρυνση του φάσματος εφαρμογής του, και επομένως δεν συνάδει με τα εγγενή χαρακτηριστικά της εταιρικής διακυβέρνησης. Παρατηρούμε επίσης ότι διαφαίνεται μία αντιφατικότητα μεταξύ των δύο προσεγγίσεων ως προς τη διαφύλαξη της τήρησης των διατάξεων – με την οποία είμαστε αντίθετοι – καθώς δεν υπάρχει διαφοροποίηση των διατάξεων για τις οποίες η επίπληξη ή το πρόστιμο είναι κατάλληλα προς επιβολή. Θεωρούμε ότι η επιβολή προστίμου πρέπει να παραμείνει στα ισχύοντα επίπεδα του Νόμου 3016/2002 έως ένα εκατομμύριο ευρώ (αν και θεωρούμε ότι η επιβολή υψηλών προστίμων σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να αποφεύγεται). Παράλληλα, η επιβολή επίπληξης προτείνεται ως αποκλειστικό μέτρο σε περίπτωση μη τήρησης του άρθρου 18 του Σχεδίου Νόμου.

Αναγνωρίζουμε όμως ότι τυχόν ψευδείς ή παραπλανητικές δηλώσεις ή παραλείψεις στους εταιρικούς λογαριασμούς και σε άλλες ανακοινώσεις των εισηγμένων εταιρειών προς την αγορά που επιβάλλονται από το ρυθμιστικό πλαίσιο πρέπει να **αντιμετωπίζονται με αυστηρότητα** από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατά τις γενικώς ισχύουσες διατάξεις.<sup>8</sup> Τα μέτρα και οι κυρώσεις που προβλέπει το ισχύον πλαίσιο του δικαίου κεφαλαιαγοράς παρέχουν ήδη τη δυνατότητα στην

---

<sup>8</sup> Για μια ενδελεχή ανάλυση των επιχειρημάτων υπέρ των διοικητικών κυρώσεων και μέτρων στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς: Konstantinos Sergakis, *The Law of Capital Markets in the EU* (Palgrave Macmillan Corporate and Financial Law series, 2018); *La transparence des sociétés cotées en droit européen [The transparency of listed companies in EU law]* (Tome 41, Bibliothèque de l'Institut de Recherche Juridique de la Sorbonne-IRJS Éditions, 2013); 'The Relevance of Time in Framing the Sanctions Framework for Defective Disclosure' (2017) 3 *European Business Law Review* 331, available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2763491](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2763491).



Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να επιβάλει σημαντικές κυρώσεις. Για παράδειγμα, οι ακόλουθες κατηγορίες καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα παραβάσεων:

- (α) ρυθμίσεις σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή κατά την εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά
- (β) ρυθμίσεις των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά
- (γ) ρυθμίσεις για την κατάχρηση της αγοράς.

Οι παραπάνω διοικητικές κυρώσεις και μέτρα θεωρούνται ως ενδεδειγμένες δεδομένης της ταχύτητας επιβολής και συνεχούς ενημέρωσης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στα θέματα της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς. Κατά συνέπεια, η προτεινόμενη επιβολή προστίμου έως 7% του κύκλου εργασιών όχι μόνο είναι αναποτελεσματική αλλά και μη απαραίτητη καθώς οι διατάξεις περί εταιρικής διακυβέρνησης του παρόντος σχεδίου νόμου αποβλέπουν στην προστασία της κεφαλαιαγοράς από πρακτικές που τιμωρούνται αποτελεσματικά από τις παραπάνω διατάξεις του δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Κατά συνέπεια, θεωρούμε ότι η επιβολή προστίμου πρέπει να παραμείνει στα ισχύοντα επίπεδα του Νόμου 3016/2002 έως ένα εκατομμύριο ευρώ.

### **Άρθρο 78 Έναρξη ισχύος**

Προτείνουμε την εισαγωγή μεταβατικής περιόδου ενός έτους από τη δημοσίευση στην εφημερίδα της κυβέρνησης για το άρθρο 24.



## Περαιτέρω προτάσεις για την εταιρική διακυβέρνηση

### (α) Νομοθετικό πλαίσιο

Για την μεγαλύτερη προστασία των μετόχων σε εταιρείες όπου υπάρχει πλειοψηφών μέτοχος (ένα φυσικό ή νομικό πρόσωπο ή μία ομάδα προσώπων που δρουν συντονισμένα και ελέγχουν την πλειοψηφία των ψήφων στη ΓΣ) προτείνουμε την εξής υποχρεωτική ρύθμιση που θα μπορούσε να προστεθεί στο Σχέδιο Νόμου. Η εκλογή ανεξάρτητων μελών ΔΣ ετησίως να πρέπει να εγκρίνεται τόσο από την πλειοψηφία του συνόλου των μετόχων όσο και από την πλειοψηφία των μετόχων εξαιρώντας τον πλειοψηφούντα μέτοχο. Σε περίπτωση που η εκλογή δεν εγκριθεί από την πλειοψηφία των μετόχων εξαιρώντας τον πλειοψηφούντα μέτοχο, να απαιτείται δεύτερη εκλογή όχι λιγότερο από τρεις μήνες μετά. Στην δεύτερη εκλογή να αρκεί η πλειοψηφία του συνόλου των μετόχων. Παράβαση αυτού του κανόνα θα πρέπει να οδηγεί σε ακυρότητα της εκλογής όσων μελών ΔΣ εξελέγησαν κατά παράβαση. Η ρύθμιση αυτή είναι βασισμένη σε σχετικό κανόνα που ισχύει στο Ηνωμένο Βασίλειο (Listing Rules). Αν και απλώς καθυστερεί και δεν εμποδίζει την δυνατότητα πλειοψηφούντων μετόχων να επιλέγουν τα ανεξάρτητα μέλη ΔΣ, προσφέρει σημαντική προστασία στη μειοψηφία μέσω των πιέσεων από την αγορά που δημιουργούνται όταν αποτύχει η πρώτη εκλογή. Επιπλέον, μπορεί να ενισχύσει την ουσιαστική ανεξαρτησία των τυπικά ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών ΔΣ με το να μειώσει τον ρόλο των πλειοψηφικών μετόχων στην επιλογή τους.

### (β) Πλαίσιο αυτορρύθμισης

Μολονότι το Σχέδιο Νόμου είναι μία προς το καλύτερο εκδοχή του ισχύοντος νομοθετικού πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης, παραμένει λιγότερο φιλόδοξο από τα ευρωπαϊκά και διεθνή βέλτιστα πρότυπα. Για Παράδειγμα, ο Βρετανικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης 2018 (UK Corporate Governance Code 2018) προβλέπει μεταξύ άλλων:

1. Ο Πρόεδρος του ΔΣ (chairman of the board) να είναι ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος.
2. Τουλάχιστον τα μισά μέλη του ΔΣ, μη υπολογίζοντας τον Πρόεδρο, να είναι ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη.



3. Οι επιτροπές ελέγχου (audit), αποδοχών (remuneration) και υποψηφιοτήτων (nomination) να αποτελούνται αποκλειστικά από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη. Ο Πρόεδρος του ΔΣ δεν μπορεί να είναι μέλος της επιτροπής ελέγχου και μπορεί να είναι μέλος αλλά όχι Πρόεδρος της επιτροπής αποδοχών. Ο πρόεδρος της επιτροπής αποδοχών πρέπει να έχει υπηρετήσει τουλάχιστον 12 μήνες πριν ως μέλος της επιτροπής αποδοχών πριν αναλάβει το ρόλο.
4. Ορίζεται ένα ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος ως Ανώτερος Ανεξάρτητος Σύμβουλος (lead/senior independent director) και έχει την ευθύνη να προϊστάται των ανεξαρτήτων μελών και να οργανώνει την δράση τους.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο από όπου η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης ξεκίνησε τη δεκαετία του 1990 και του οποίου το σύστημα θεωρείται ως πρότυπο από διεθνείς θεσμικούς επενδυτές η τήρηση των κανόνων της εταιρικής διακυβέρνησης λειτουργεί στη βάση του συστήματος 'comply or explain'. Οι εισηγμένες εταιρείες (listed public companies with a premium listing) οφείλουν στις ετήσιες αναφορές τους (annual reports) να ανακοινώνουν εάν έχουν συμμορφωθεί πλήρως με τις διατάξεις του Βρετανικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης 2018 και σε περίπτωση που δεν έχουν συμμορφωθεί πλήρως πρέπει να δηλώσουν με ποιες ακριβώς διατάξεις δεν έχουν συμμορφωθεί, για πόσο χρονικό διάστημα και να παράσχουν εξηγήσεις για την μη συμμόρφωση (comply or explain). Αυτή η υποχρέωση περιλαμβάνεται στους κανόνες της αρμόδιας εποπτικής αρχής του Ηνωμένου Βασιλείου, Financial Conduct Authority (Listing Rules). Η μη υποβολή σχετικής δήλωσης μπορεί να οδηγήσει θεωρητικά σε απομάκρυνση της εταιρείας από το premium segment της κεφαλαιαγοράς, κάτι που δεν έχει λάβει χώρα ποτέ στο Ηνωμένο Βασίλειο, αλλά χρηματικές κυρώσεις δεν προβλέπονται για αυτά τα ζητήματα. Η μόνη υποχρεωτική διάταξη που προκύπτει από τους διοικητικούς κανόνες (Disclosure and Transparency Rules) είναι η ύπαρξη επιτροπής ελέγχου (audit committee) απαρτιζόμενης κατά πλειοψηφία από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη. Σε όλες τις άλλες περιπτώσεις η συμμόρφωση προς τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης εναπόκειται σε πιέσεις από την κεφαλαιαγορά (market enforcement), κυρίως από τους θεσμικούς επενδυτές (institutional



investors), ο εποπτικός ρόλος των οποίων υποστηρίζεται με την εισαγωγή του Κώδικα Εποπτείας (Stewardship Code 2010, 2012, 2020)<sup>9</sup> και σε κοινωνικές πιέσεις. Αυτή η ευέλικτη προσέγγιση έχει οδηγήσει σε πολύ υψηλό επίπεδο συμμόρφωσης με τις διατάξεις του Βρετανικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Το σύστημα του ‘comply-or-explain’ έχει ακολουθηθεί και από την ΕΕ στα πλαίσια της Οδηγίας 2006/46.<sup>10</sup> Τα διάφορα κράτη μέλη είτε επαφίενται στις πιέσεις από τις αγορές για την εφαρμογή των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης είτε έχουν αναθέσει σε ειδικά σώματα, ιδιωτικά η ημιδημόσια, την επίβλεψη των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιρειών. Παραδείγματος χάριν στην Γαλλία τον ρόλο αυτό διαδραματίζει η Haut Comité de suivi de l’application du code AFEP-MEDEF και στην Ολλανδία η Monitoring Commissie Corporate Governance Code.<sup>11</sup>

Τα πρότυπα του Ηνωμένου Βασιλείου μπορούν να αποτελέσουν σημαντικά εργαλεία για τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελληνική αγορά. Για παράδειγμα, ο ρόλος του Ανώτερου Ανεξάρτητου Συμβούλου θεωρείται καίριας σημασίας καθώς αναμένεται να συμβάλει αποφασιστικά στην ωφέλιμη συνεισφορά των ανεξάρτητων μελών. Ο Ανώτερος Ανεξάρτητος Συμβούλος μπορεί να συντονίσει τη δράση αυτών των μελών, να προσφέρει καινοτόμες λύσεις και να επηρεάσει θετικά ως προς την αποδοχή τους από τα υπόλοιπα ανεξάρτητα μέλη, και να αποτελέσει δίαυλο επικοινωνίας μεταξύ ΔΣ και θεσμικών επενδυτών. Ιδιωτικές πρωτοβουλίες, όπως η Λέσχη Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών, θα

---

<sup>9</sup> Dionysia Katelouzou (2019) Shareholder Stewardship: A Case of (Re)Embedding Institutional Investors and the Corporation? In Beate Sjäfjell and Christopher M Bruner (eds) Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability Cambridge University Press, pp 581-595. Dionysia Katelouzou *Institutional Shareholders and Corporate Governance: A Shift to Enlightened Stewardship* (Cambridge: Cambridge University Press, 2021, Forthcoming).

<sup>10</sup> Για μια αναλυτική μελέτη του φαινομένου του comply or explain: Konstantinos Sergakis, ‘Deconstruction and Reconstruction of the “Comply or Explain” Principle in EU Capital Markets’ (2015) 5 Accounting, Economics, and Law: A Convivium 233, 238 – 249, available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2516741](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2516741); ‘EU Corporate Governance: A New Supervisory Mechanism for the “Comply or Explain” Principle?’ (2013) 3 European Company and Financial Law Review 394.

<sup>11</sup> Dionysia Katelouzou and Konstantinos Sergakis, ‘Enforcement of Shareholder Stewardship’ in Dionysia Katelouzou and Dan Puchniak, *Global Shareholder Stewardship: Complexities, Challenges and Possibilities* (forthcoming, Cambridge, CUP, 2020) available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3564266](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3564266).



συμβάλουν αποφασιστικά στην περαιτέρω ανάπτυξη τέτοιων πρωτοβουλιών εάν δεν συμπεριληφθούν στα πλαίσια του παρόντος προσχεδίου νόμου.

Επιπρόσθετα, προτείνουμε την εισαγωγή τέτοιων φιλόδοξων προτύπων ως προς το ποσοστό ανεξάρτητων μελών, την ανεξαρτησία του προέδρου και τη σύσταση των επιτροπών (κατά τα πρότυπα του Βρετανικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης) στον Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης σε αυτορυθμιστικό πλαίσιο. Τέτοια πρότυπα θα συντελέσουν στη δημιουργία κοινωνικών προσδοκιών συμμόρφωσης (social enforcement) υπό τον όρο ότι θα ακολουθηθεί μία στρατηγική ενημέρωσης, κατάρτισης και διαλόγου με θεσμικούς επενδυτές. Στα πλαίσια αυτά η επαγγελματική κοινότητα των μη εκτελεστικών μελών ΔΣ μπορεί να συνεισφέρει σημαντικά ιδίως στην διατήρηση ενός συνεχιζόμενου διαλόγου με τους θεσμικούς επενδυτές και στην αύξηση της εξοικείωσης των εκτελεστικών μελών ΔΣ και πλειοψηφικών μετόχων με τις αρχές, τους στόχους και τα οικονομικά ωφέλη της υψηλής ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης.

Δρ. Διονυσία Κατελούζου  
Senior Lecturer  
Dickson Poon School of Law  
King's College London  
Somerset House East Wing, Strand  
London WC2R 2LS, United Kingdom  
Email: [dionysia.katelouzou@kcl.ac.uk](mailto:dionysia.katelouzou@kcl.ac.uk)

Δρ. Ανδρέας Κοκκίνης  
Associate Professor in Corporate Law & Financial Regulation  
School of Law  
University of Warwick  
Coventry CV4 7AL, United Kingdom  
Email: [A.Kokkinis.1@warwick.ac.uk](mailto:A.Kokkinis.1@warwick.ac.uk)

Καθηγητής Κωνσταντίνος Σεργάκις  
Professor of Capital Markets Law and Corporate Governance  
School of Law  
University of Glasgow  
Glasgow G12 8QQ, United Kingdom  
Email: [Konstantinos.Sergakis@glasgow.ac.uk](mailto:Konstantinos.Sergakis@glasgow.ac.uk)