

Η εταιρική διακυβέρνηση: η χίμαιρα της ουσιαστικής συμμόρφωσης

Αθανάσιος Στ. Κουλορίδας

Νομικός Σύμβουλος ΕΝΕΙΣΕΤ

Λέκτορας Δικαίου Εταιριών και Κεφαλαιαγοράς Ο.Π.Α

Εταιρικό Δίκαιο και Εταιρική Διακυβέρνηση

Εταιρικό δίκαιο

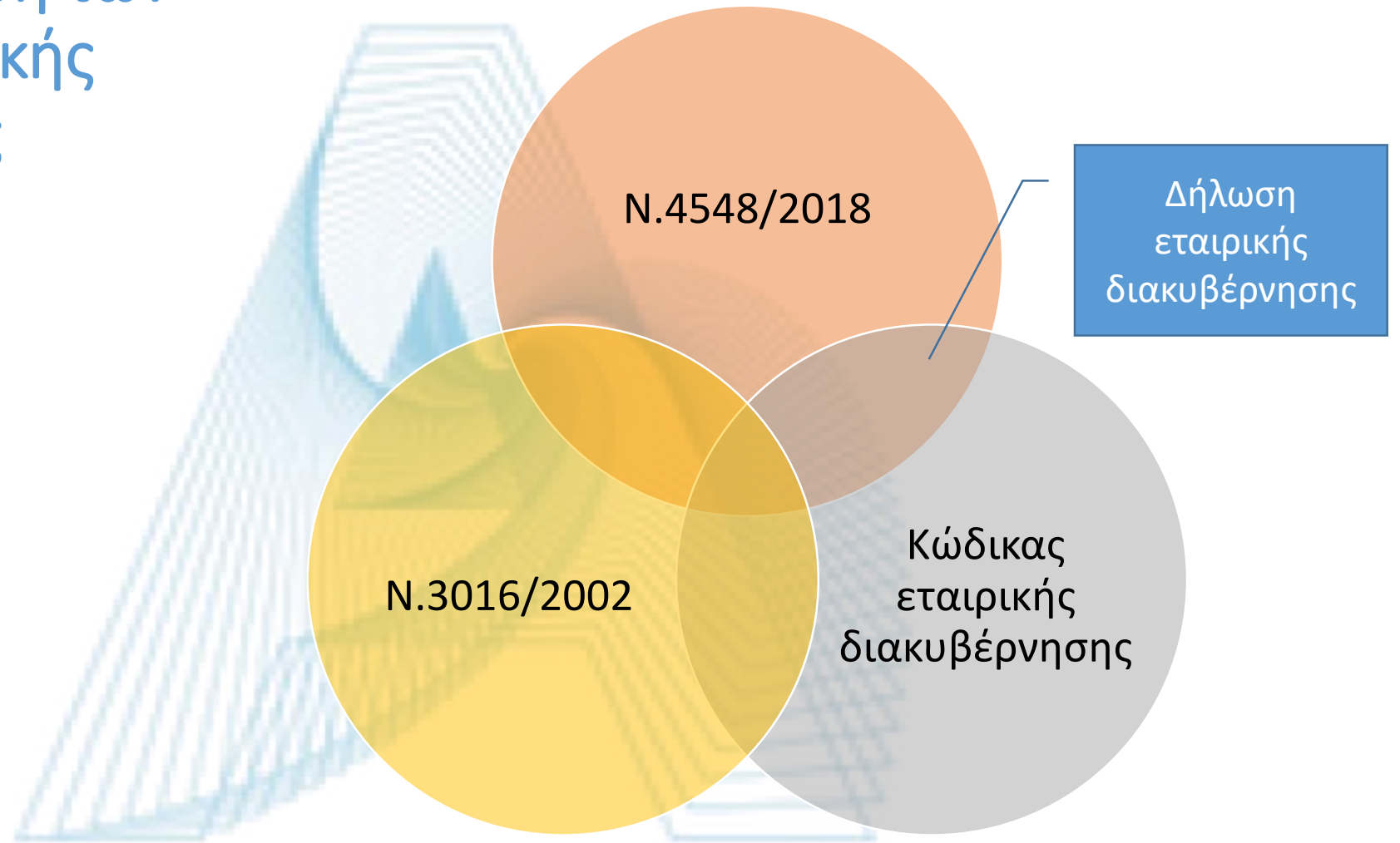
- Σύστημα κανόνων που ρυθμίζει συγκρούσεις συμφερόντων σε πολλά επίπεδα της εταιρίας
 - ΔΣ – ΓΣ
 - Πλειοψηφία μειοψηφία
- Hard law
- Ομοιόμορφη εφαρμογή

- Οι διατάξεις του εταιρικού δικαίου αποτελούν την ελάχιστη βάση
- Καταχρηστική η αναφορά σε κανόνες «εταιρικής διακυβέρνησης»
- Περιορισμένοι μηχανισμοί παρέμβασης ΕΕ σε επίπεδο εταιρικού δικαίου (σε αντίθεση πχ. με χρηματοπιστωτικό τομέα)

Εταιρική διακυβέρνηση

- Πολιτικές – Διαδικασίες – καλές πρακτικές
- Σύστημα διοίκησης
- Κουλτούρα
- Soft law
- Προσαρμογή – comply or explain

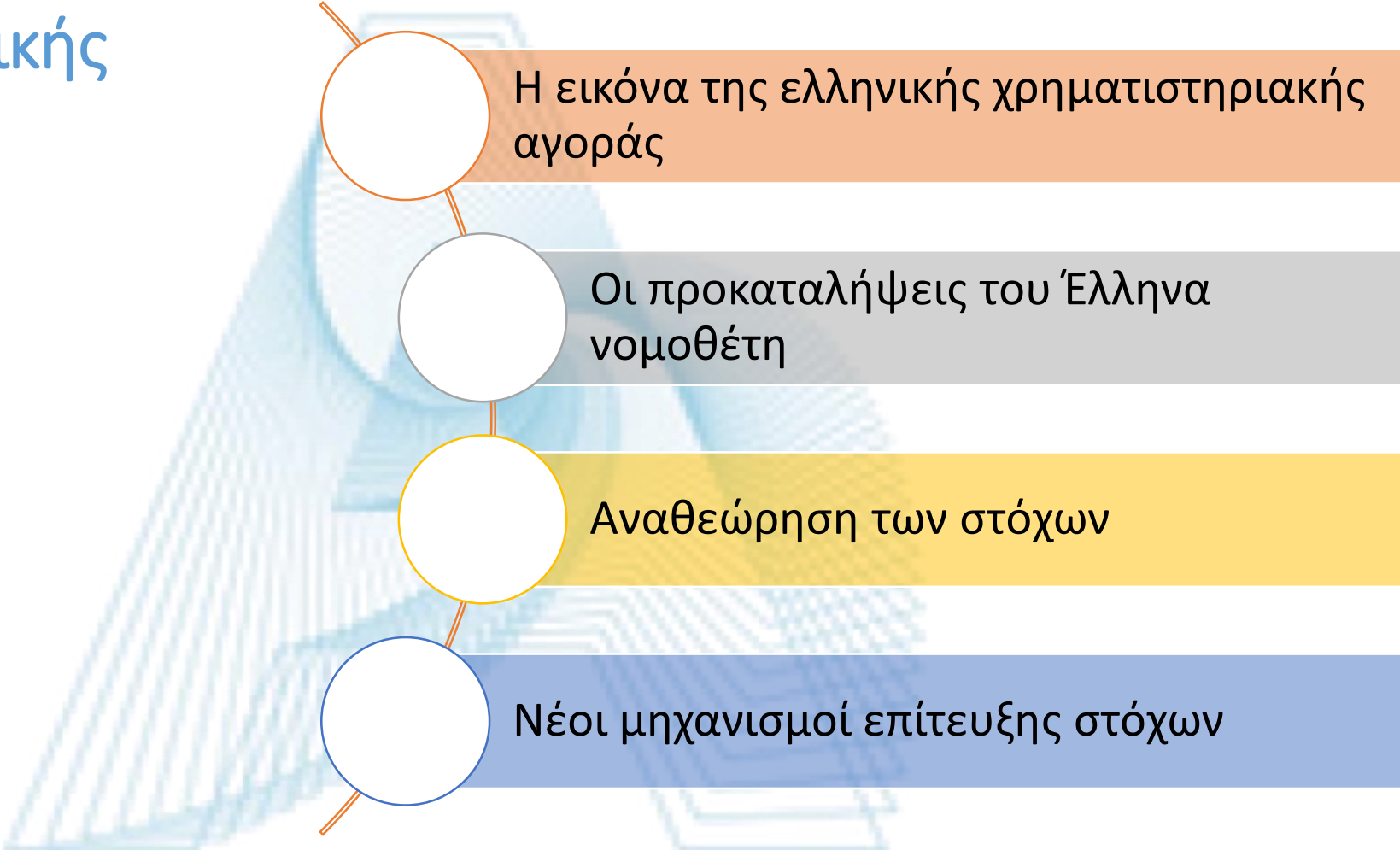
Η χαρτογράφηση των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης



Μια μη ευχάριστη εικόνα

- Τυπική συμμόρφωση
- Περιορισμός στις ελάχιστες απαιτήσεις του ν. 3016/2002
- Μικρή ως ελάχιστη διείσδυση του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης
- «επιδερμικές» δηλώσεις εταιρικής διακυβέρνησης
- Ύπαρξη εισηγμένων “zombie”

Πολιτικές εταιρικής διακυβέρνησης



Η εικόνα της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς

Οι προκαταλήψεις του Έλληνα νομοθέτη

Αναθεώρηση των στόχων

Νέοι μηχανισμοί επίτευξης στόχων

Χαρακτηριστικά της ελληνικής κεφαλαιαγοράς

- Χαμηλή διασπορά
 - Σχεδόν στο 80% των εταιριών βασικοί μέτοχοι κατέχουν άνω του 50% (110 από 142 εταιρίες) (86% στη μικρή κεφαλαιοποίηση – καμία με ευρεία διασπορά χωρίς μέτοχο πλειοψηφίας κάτω του 25%) μόλις 13% ανάμεσα στις εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης.
 - Σχεδόν στο 40% των εταιριών το ποσοστό αυτό υπερβαίνει το 75%
 - Με στάθμιση βάσει κεφαλαιοποίησης βασικοί μέτοχοι κατέχουν περίπου το 56% (διάμεσος 70%).

(πηγή ερωτηματολόγιο ΕΚ – παρουσίαση αντιπροέδρου ΕΚ κου Ξ. Αυλωνίτη)

- Διαθέτουμε 17 εισηγμένες εταιρίες ανά 1 εκ κατοίκους
- Η σχέση αξίας χρηματιστηριακής αγοράς προς GDP ανέρχεται σήμερα σε 27,6%

Σύγκριση με αλλοδαπές αγορές

- 3 βασικοί επενδυτές έχουν άνω το 50% στις περισσότερες από 28.000 εταιρίες σε 85 χώρες παγκοσμίως
- Στο 70% των περιπτώσεων ο έλεγχος ανήκει σε οικογένειες (σχεδόν 45%) και ιδιωτικές εμπορικές και βιομηχανικές εταιρίες
- Βασική εξαίρεση ΗΠΑ και Μεγάλη Βρετανία

Aminadav, Gur and Elias Papaioannou (2016), "Corporate Control around the World", Working Paper, London Business School:

- Market capitalization to GDP (2017)

- EU = 77,9%
- US = 165,7 %
- CH = 204 %

Πηγή 2017 world bank

- Αριθμός εταιριών ανά 1 εκ. κατοίκους (2018)

- Ευρώπη 12 εταιρίες
- Αγγλία: 33 εταιρίες
- Γερμανία 5,5
- USA 13 μετοχές

Συνήθειες προκαταλήψεις

1. Η υιοθέτηση νομοθετικών ρυθμίσεων απαιτείται γιατί στην Ελλάδα δεν συμμορφωνόμαστε με μέτρα ήπιας νομοθεσίας

Ο κανόνας comply or explain είναι κανόνας εταιρικού δικαίου. Μη συμμόρφωση με τον κανόνα επισύρει κυρώσεις. Η εταιρική διακυβέρνηση είναι περισσότερο διοίκηση και όχι δίκαιο. Υπερβολική έμφαση σε μια συμμόρφωση με συγκεκριμένους κανόνες δικαίου «μειώνει» την αξία ενός κώδικα και άλλων μέτρων ήπιας νομοθεσίας. Η ΕΕ έχει ήδη επιλέξει το μοντέλο της ήπιας νομοθεσίας με την ενωσιακού δικαίου ρύθμιση της δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης, ενώ ελάχιστες χώρες έχουν νόμους για την εταιρική διακυβέρνηση.

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

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

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

Παράδειγμα 2: Πού αντιπροσωπεύονται καλύτερα τα συμφέροντα των μετόχων της μειοψηφίας σε ένα διοικητικό συμβούλιο με 2 ανεξάρτητα μέλη (υφιστάμενη ρύθμιση του 3016/2002) ή με μία καταστατική ρύθμιση όπου το ΔΣ εκλέγεται με ψηφοδέλτια με αναλογική εκπροσώπηση όλων των μετόχων; Η τελευταία ρύθμιση δεν αρκεί με τον 3016/2002

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

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

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

- *Η οργάνωση αποτελεσματικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης είναι προληπτικό μέτρο υποκατάστασης της ευθύνης η οποία εμφανίζεται όταν δεν υπάρχει αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση.*
- *Η συνεχής επαύξηση των ευθυνών ενός μέλους ΔΣ θα οδηγήσει σε ένα lemon market. Ικανά πρόσωπα που πραγματικά μπορούν να συνεισφέρουν δεν θα αναλαμβάνουν θέσεις ευθύνης. Χαρακτηριστικό παράδειγμα της ακραίας νομολογιακής μεταχείρισης η ευθύνη του ΔΣ για τα μέτρα πυρόσβεσης στο υποκατάστημα τράπεζας.*
- *Προς τη σωστή κατεύθυνση οι διατάξεις του ν. 4548/2018*

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

- *Θεωρία, εμπειρικές μελέτες και αγορές, καταδεικνύουν ότι δεν είναι αυτός ο καθοριστικός παράγοντας, αλλά η διαμόρφωση εμπιστοσύνης μεταξύ των επενδυτών και των θεσμών που πρωτοστατούν σε κάθε αγορά.*
- *Ιστορικά η νομοθετική παρέμβαση στη διαμόρφωση ενός υποχρεωτικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης οδήγησε σε ένα σύστημα “insiders” και όχι “outsiders”, παράδειγμα η μεταπολεμική Ιαπωνία (Franks and Mayer 2017). Μήπως το ίδιο αποτέλεσμα είχε στην Ελλάδα και ο ν. 3016/2002;*
- *Ο επενδυτής μπορεί να προστατευθεί φθηνά με την μέθοδο της διασποράς*
- *Οι αγορές που θα επικρατήσουν είναι αυτές με τη μεγαλύτερη ρευστότητα “liquidity bias”*

Πολιτικές εταιρικής διακυβέρνησης

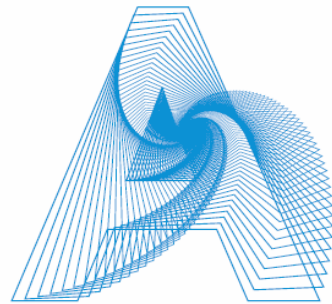
αναθεώρηση στόχων

- Ζήτημα προς επίλυση: σχέσεις μειοψηφίας πλειοψηφίας όχι ΔΣ - μετόχων
- Στόχευση στην ουσιαστική συμμόρφωση
- Στόχευση στην παραμετροποίηση και ενίσχυση της ποικιλομορφίας και διαφοροποίησης των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης (diversity)
- Βελτιστοποίηση και ενίσχυση της διαφοροποίησης σε επίπεδο ΔΣ
- Έμφαση στη διαφάνεια και τη διασύνδεση της εταιρικής διακυβέρνησης με την ποιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης.
- Τα ζητήματα της ευθύνης είναι ζητήματα εταιρικού δικαίου.
- Διευκόλυνση εξόδου εταιριών από το ΧΑ που δεν επιθυμούν πλέον να είναι εισηγμένες, εφόσον συνεχίζουν να διαπραγματεύονται στην εναλλακτική αγορά.

Μηχανισμοί επίτευξης στόχων

- Απομάκρυνση από τη στρατηγική της υιοθέτησης ανελαστικών νομοθετικών ρυθμίσεων (one size fits all) - Κατάργηση του ν. 3016/2002. Ενίσχυση του ρόλου του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης
- Ενίσχυση της ποιότητας της δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης (άρθρο 152 Ν.4548/2018) και του ουσιαστικού ελέγχου από τους ορκωτούς ελεγκτές της δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης.
- Διευκόλυνση της διεύρυνσης της μορφολογίας των διοικητικών συμβουλίων των εισηγμένων εταιριών
- Υιοθέτηση πιστοποιητικού εταιρικής διακυβέρνησης κατά τα πρότυπα του φορολογικού πιστοποιητικού.
- Υιοθέτηση σε επίπεδο αγοράς scoring εταιρικής διακυβέρνησης

Σας ευχαριστώ



ABLAW

Athens Business Lawyers

48-50 Patriarchou Ioakim Str., 10676 Athens, Greece.

T +30 210 724 2671 F +30 210 724 2679

Email info@ablaw.gr www.ablaw.gr