

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ



Εταιρική Διακυβέρνηση μια εισαγωγική προσέγγιση – Μελέτες περιπτώσεων από εταιρείες εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Κούτρη Ευρυδίκη Α.Μ.6175

Σταθοράκης Στέφανος Α.Μ. 6253

Τραμπάκουλος Δημήτρης Α.Μ.6829

Υπεύθυνος Καθηγητής : Γαρεφαλάκης Αλέξανδρος

Ηράκλειο Ιούνιος 2010

Περιεχόμενα

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	6
ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ: ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ	6
ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΕΝΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ - ΣΕ ΘΕΣΜΙΚΑ ΟΡΓΑΝΑ	9
Συστήματα διακυβέρνησης προσανατολισμένα στην αγορά.....	9
Συστήματα διακυβέρνησης προσανατολισμένα σε θεσμικά πλαίσια (ιδρύματα, οργανισμοί κλπ)	12
ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΕΝΑ: ΣΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ (SHAREHOLDERS) - ΣΤΟΥΣ STAKEHOLDERS	14
Shareholder model	15
Stakeholder model.....	19
ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΕΝΑ: ΣΤΗ ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (OUTSIDER- INSIDER SYSTEMS)	21
Εταιρική Διακυβέρνηση : Δυνατότητες - Αδυναμίες και Οικονομική Ανάμιξη. ...	21
Outsider System.....	25
Insider System.....	36
ΑΙΤΙΕΣ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ	43
ΣΥΓΚΛΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ.....	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	52
Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	52
Δομή επιχειρήσεων, η δύναμη του "ψηφίζειν" και πυραμιδοειδής όμιλοι.....	58
Τύπος Διοικητικού Συμβουλίου : επικρατών ενιαίο Δ.Σ.....	62

ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΕΚΘΕΣΕΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΕΒ	70
ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΑΡΧΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ	95
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	100
Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ Ν. 3016/02 ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ Α.Ε..	100
Ιδιωτικό διεθνές δίκαιο.....	100
Η επικουρική εφαρμογή του ν. 3016/02 έναντι του ν. 2190/20	102
Η εφαρμογή του ν. 3016/02 σε επιχειρήσεις ειδικής νομικής μορφής.....	103
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ	104
ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΝΟΜΟΥ ΜΕ ΑΦΕΤΗΡΙΑ ΤΗΝ ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΕΤΑΙΡΙΚΟΥ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΟΣ	104
Οι στόχοι της διοίκησης της εταιρίας.....	104
Το γενικό εταιρικό συμφέρον	106
Ο μακροπρόθεσμος χαρακτήρας των στόχων της διοίκησης της Α.Ε.....	109
Οι υποκατάστατοι του διοικητικού συμβουλίου	110
Η ευθύνη των μελών του διοικητικού συμβουλίου	111
ΤΟ ΑΡΜΟΔΙΟ ΟΡΓΑΝΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΝΟΜΗ ΤΗΣ ΙΔΙΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟΥ, ΤΟΥ ΜΗ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΟΥ ΜΕΛΟΥΣ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ.....	111
Ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου και της γενικής συνέλευσης	112
Η δυνατότητα συμπλήρωσης κενής θέσης μέλους του διοικητικού συμβουλίου από το συμβούλιο.....	114
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ	118
Η ΝΟΜΙΚΗ ΦΥΣΗ ΤΟΥ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	118
Ο υποχρεωτικός χαρακτήρας του εσωτερικού κανονισμού	118
Ο χαρακτήρας του εσωτερικού κανονισμού σε σχέση με το καταστατικό της εταιρίας και τυχόν εξωεταιρικές συμφωνίες	119

Εταιρική Διακυβέρνηση

Η ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ.....	120
Το αρμόδιο όργανο για την κατάρτιση του εσωτερικού κανονισμού	120
Το περιεχόμενο του εσωτερικού κανονισμού της εταιρίας σε σχέση με προγενέστερες σχετικές ρυθμίσεις.	121
Η διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρίας	122
Οι ειδικότερες αρμοδιότητες των εκτελεστικών, των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών	124
Οι διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών.....	126
Οι διαδικασίες παρακολούθησης συναλλαγών για την πρόληψη της κατάχρησης εμπιστευτικής πληροφόρησης	126
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ –ΣΥΣΤΗΜΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ ΚΑΙ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΕΠΙΘΕΩΡΗΣΗΣ.....	128
Γενικά	128
Εσωτερικός και τακτικός έλεγχος	128
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	132
ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ.....	132
ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	132
Παρουσίαση της Εταιρείας.....	132
Στρατηγική	134
Διοίκηση Εταιρείας	135
Επιτροπές.....	136
Ενημέρωση Επενδυτών – Εξυπηρέτηση Μετόχων.....	137
Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Χρήσης	137
Αξιολόγηση του Συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης των Μινωϊκών Γραμμών Α.Ν.Ε.	138
Συμπεράσματα	145

Εταιρική Διακυβέρνηση

ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ	147
Παρουσίαση της Εταιρίας	147
Διοικητικό Συμβούλιο	148
Σκοπός της εταιρίας	150
Δικαιώματα Μετόχων	152
Εταιρική Διακυβέρνηση	155
Αξιολόγηση του Συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης της ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.....	156
Συμπεράσματα	162

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο παρόν έργο , ο βασικός στόχος είναι να ερευνησει και να αναλύσει το ελληνικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης. Μέσα από μια διεξοδική ανάλυση ορισμένων παραμέτρων θα προσπαθήσουμε να προσεγγίσουμε και να απεικονίσουμε όσο το δυνατόν λεπτομερέστερα το σύστημα εκείνο βάση του οποίου οργανώνεται λειτουργεί και διοικείται μια εταιρία, ώστε να διαφυλάσσονται και να ικανοποιούνται τα έννομα συμφέροντα όλων όσων συνδέονται με την εταιρία στα πλαίσια του εταιρικού συμφέροντος.

Ο νόμος για την εταιρική διακυβέρνηση τοποθετείται περισσότερο στον τομέα του εταιρικού δικαίου, στο μέτρο που αναφέρεται, κυρίως, σε ζητήματα διοίκησης της εταιρίας, αλλά και στις αυξήσεις του κεφαλαίου τους. Ο περιορισμός όμως του πεδίου εφαρμογής του νόμου στις εισηγμένες εταιρίες εντάσσει αυτόν και στο πλέγμα των κανονιστικών και νομοθετικών κειμένων, που τείνουν να συνθέσουν ένα αυτοτελές δίκαιο των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρών. Ο νόμος πάντως έχει ως άξονα την ίδια την εταιρία και όχι τις συναλλαγές επί των κινητών της αξιών.

Η εταιρική διακυβέρνηση δεν αφορά μόνο τις μεγάλες εταιρίες και τις μεγάλες αγορές, αλλά όλο το σύνολο των εταιριών, αφού η αποδοχή των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης προσφέρουν τεράστια οφέλη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ: ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ

Ως δομή διακυβέρνησης νοείται το σύνολο των κανόνων που διέπουν τις κυριαρχικές σχέσεις και καθορίζουν, ειδικότερα, τον τρόπο λήψης αποφάσεων σχετικά με την κατανομή και χρήση των οικονομικών μέσων στο πλαίσιο πολυμερούς οργανισμού. Περιλαμβάνεται, επομένως, ο καθορισμός των προσώπων που δικαιούνται συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων, ο τρόπος και διαδικασία λήψης αυτών, τα ειδικότερα αποφασιστικά όργανα, η σύνθεση και οι αρμοδιότητές τους, οι σχέσεις ελέγχου μεταξύ των οργάνων. Ως εταιρική διακυβέρνηση (εφεξής: ε.δ.) νοείται, αντίστοιχα, η διάρθρωση της αποφασιστικής, κατά την παραπάνω έννοια, εξουσίας στο εσωτερικό επιχείρησης που φέρει εταιρική μορφή και μάλιστα ανώνυμης εταιρείας.

Στο πλαίσιο μακροπρόθεσμης οικονομικής-επιχειρηματικής συνεργασίας η διανομή των ως άνω εξουσιαστικών δικαιωμάτων πρέπει να αποσκοπεί κυρίως στη μεγιστοποίηση της αποτελεσματικότητας. Η επίτευξη του στόχου αυτού προϋποθέτει την προθυμία των εμπλεκόμενων μερών να πραγματοποιήσουν προσωπικές επενδύσεις (δηλ. χρήση σπάνιων μέσων) που είναι στενότερα συνδεδεμένες με την συγκεκριμένη επιχείρηση και στερούνται χρησιμότητας αλλού (firm specific investments). Η προθυμία αυτή, με τη σειρά της, εξαρτάται από τις προσφερόμενες εγγυήσεις προστασίας έναντι του κινδύνου καταχρηστικής συμπεριφοράς εκ μέρους των άλλων εμπλεκόμενων. Η τελική αποφασιστική εξουσία (residual power of control) πρέπει,

επομένως, να παραχωρηθεί στον επιχειρηματικό φορέα που δεν μπορεί να προστατεύσει αποτελεσματικά τις επιχειρηματικά ιδιάζουσες επενδύσεις του με άλλο μηχανισμό. Αυτό θα ισχύει τόσο περισσότερο, όσο πιο ιδιάζουσα και μακροπρόθεσμη είναι η προσωπική επένδυση και συμμετοχή στην επιχείρηση, και όσο πιο εκτεθειμένη είναι στον επιχειρηματικό κίνδυνο. Λόγω της ιδιάζουσας, κατ' αυτόν τον τρόπο, σύνδεσης δεν θα είναι, πράγματι, δυνατή η προστασία μέσω της αγοράς, αφού η επένδυση δεν έχει χρησιμότητα εκτός της επιχείρησης και δεν μπορεί, επομένως, να προσδώσει στον φορέα της σημαντικό ανταλλακτικό όφελος. Λόγω δε της μακροπρόθεσμης σύνδεσης και της μεγάλης , έκθεσης στον επιχειρηματικό κίνδυνο δεν μπορεί να προστατευθεί μέσω συμβατικών ρυθμίσεων, καθώς δεν είναι δυνατόν, εξαιτίας του περιορισμένου ορθολογισμού (bounded rationality), να προβλεφθούν όλες οι δυνατές εξελίξεις της επιχειρηματικής σχέσης και να ληφθεί αντίστοιχη μέριμνα.

Εφαρμοζόμενες στην εταιρική κεφαλαιουχική επιχείρηση και μάλιστα την ανώνυμη εταιρεία, οι παραπάνω αρχές οδηγού στο συμπέρασμα ότι η τελική κυβερνητική- αποφασιστική εξουσία πρέπει να παραχωρηθεί στους μετόχους-κεφαλαιούχους. Η μετοχική συνεισφορά είναι, πράγματι, η πιο μακροπρόθεσμη (παραμένει στην εταιρεία έως και το πέρας της εκκαθάρισης), και συγχρόνως η εξυπηρέτηση των μετόχων από τις τρέχουσες χρηματικές ροές (έσοδα, cash flows) της επιχείρησης και το προϊόν εκκαθάρισης υπόκειται σε αυστηρούς κανόνες και έπεται, κατά κανόνα, της ικανοποίησης των εταιρικών δανειστών. Εξαιτίας των χαρακτηριστικών αυτών η ομάδα των μετόχων είναι περισσότερο εκτεθειμένη στον κίνδυνο κακοπιστίας και δεν μπορεί να προστατευθεί

αποτελεσματικά με άλλα μέσα (όπως τον μηχανισμό της αγοράς κεφαλαίων ή συμβατικές ρυθμίσεις).

Ιδιαίτερη ανάγκη προστασίας έχουν οι μέτοχοι έναντι της διοίκησης της εταιρείας εξαιτίας της υφέρπουσας μεταξύ τους σύγκρουσης συμφερόντων. Ως συνέπεια της διεύρυνσης της κεφαλαιουχικής βάσης των εταιρειών, τα μέλη της διοίκησης, ακόμη και αν κατείχαν αρχικά το σύνολο του κεφαλαίου, καταλήγουν να διαθέτουν ένα μικρό μέρος, αν όχι καθόλου. Η ανάληψη των αποτελεσμάτων της επιχείρησης (ζημιών και κερδών) είναι, επομένως, πιο περιορισμένη και δεν ταυτίζεται με αυτή των μετόχων. Εξαιτίας της ασυμμετρίας αυτής, τα μέλη της διοίκησης τείνουν να ακολουθούν συμπεριφορές επιζήμιες για τους μετόχους (από την πιο ήπια μορφή της αδιαφορίας έως και τις πιο έντονες, της εκμετάλλευσης εταιρικών ευκαιριών για ίδιο όφελος, της άντλησης προσωπικών ωφελειών από τις συναλλαγές της εταιρείας, της υπεξαίρεσης, τέλος, των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων). Ασυμμετρία υφίσταται, εξάλλου, και ως προς την προθυμία ανάληψης επενδυτικού κινδύνου. Ακριβώς επειδή οι μέτοχοι μπορούν να διασπείρουν ευχερέστερα το χαρτοφυλάκιό τους μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, κατορθώνουν να ελαχιστοποιήσουν τον ιδιάζοντα ως προς την συγκεκριμένη επιχείρηση επενδυτικό κίνδυνο (λεγομ. Beta risk factor). Τα μέλη της διοίκησης, αντίθετα, συνδέονται στενά με την επιχείρηση και επωμίζονται επενδυτικό κίνδυνο που δεν μπορεί, λόγω της προσωπικής σύνδεσης και της αδυναμίας διασποράς, να ελαχιστοποιηθεί. Για το λόγο αυτό, τείνουν είτε να μην αναλαμβάνουν επενδυτικά σχέδια, που είναι μεν ριψοκίνδυνα, αλλά αποφέρουν θετικό αναμενόμενο όφελος, συνυπολογιζομένου και του κόστους κεφαλαίου, είτε να περιορίζουν τον

συνολικό επενδυτικό κίνδυνο της επιχείρησης διαφοροποιώντας, κατά τρόπο συνήθως επιζήμιο, το αντικείμενο δραστηριότητας της εταιρείας.¹

ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΕΝΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ - ΣΕ ΘΕΣΜΙΚΑ ΟΡΓΑΝΑ

Η κατάταξη των συγκεκριμένων συστημάτων διακυβέρνησης επικεντρώνεται κατά κύριο λόγο στους μηχανισμούς χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Τα συστήματα που είναι προσανατολισμένα στην αγορά έχουν ως πηγή χρηματοδότησης μεγάλο αριθμό επενδυτών και χαρακτηρίζονται από εξαγορές. Αντίθετα τα συστήματα που προσανατολίζονται σε θεσμικούς οργανισμούς χαρακτηρίζονται από την παρουσία τραπεζών και ιδρυμάτων που χρηματοδοτούν τις επιχειρήσεις και ασκούν σημαντική επιρροή και έλεγχο στις επιχειρήσεις.²

Συστήματα διακυβέρνησης προσανατολισμένα στην αγορά

Το πρώτο, αναφέρεται στους μηχανισμούς της αγοράς. Χαρακτηρίζεται από επιχειρήσεις με ευρεία διασπορά των μετοχών, δραστήριο έλεγχο των εταιριών από την αγορά καθώς και καλά ανεπτυγμένες και ικανοποιητικά υψηλές ρευστοποιήσιμες αγορές, στις οποίες η ιδιοκτησία και τα δικαιώματα ελέγχου (control rights) ελεύθερα διαπραγματεύονται.

¹ Σπήλιος Μούζουλας, Ν. 3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση

² La Porta R. Lopez de Silanes F., Schleifer A., Vishny R., Investor Protection and Corporate Governance, Journal of Financial Economics, 58,2000 σελ. 76

Συγκεκριμένα, το σύστημα βασίζεται στο ανταγωνιστικό πνεύμα που επικρατεί στην αγορά το οποίο θα αποτελέσει το κίνητρο για τις επιχειρήσεις να υιοθετήσουν τους πιο αποτελεσματικούς μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης, που θα τους επιτρέψει την επιβίωση τους αρχικά και την ανάπτυξη και ευημερία στη συνέχεια. Επομένως, λαμβάνοντας υπόψη το παραπάνω θα πρέπει να υπάρχει ανησυχία όσον αφορά τους μηχανισμούς διακυβέρνησης μιας επιχείρησης, αφού στην περίπτωση που αυτή δεν υιοθετεί ορθολογικούς μηχανισμούς ελέγχου και διοίκησης, θα είναι λιγότερο αποδοτική και μακροχρόνια θα αντικατασταθούν.

Η θέση αυτή προτείνει ότι το πρόβλημα μπορεί να λυθεί από τους συμμετέχοντες στην αγορά (μέσω σύνδεσης αμοιβής στελεχών με την απόδοση της επιχείρησης, αντικατάσταση του management κλπ) και όχι μέσω κρατικής παρέμβασης.

Τα συστήματα διακυβέρνησης με ανάλογο προσανατολισμό, συναντώνται κυρίως σε αγγλοσαξονικές χώρες και στις ΗΠΑ. Όλες οι παραπάνω χώρες έχουν ως βάση το κοινό δίκαιο (εθνικό) -common law-. Οι μεγάλες επιχειρήσεις σε αυτές τις χώρες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και έχουν ως κοινό χαρακτηριστικό τη διασκορπισμένη ιδιοκτησία, με κύρια συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών, που αντιπροσωπεύουν τη βασική πηγή κεφαλαίου.

Οι τράπεζες παρέχουν κεφάλαια με βραχύ-μεσοπρόθεσμο χαρακτήρα, αλλά σε καμία περίπτωση δεν έχουν άμεσα συμφέροντα στην επιχείρηση και ούτε επιθυμούν να αναμειχθούν στη λήψη αποφάσεων. Η συμμετοχή των εργαζομένων στην επιχείρηση δεν αποτελεί στρατηγικής

σημασίας θέμα, και επικεντρώνεται κυρίως σε θέματα δευτερευούσης σημασίας για την πορεία της εταιρία.³

Για την επίλυση του προβλήματος εντολέα - εντολοδόχου αναπτύσσονται εσωτερικοί (μέσα στην επιχείρηση), και εξωτερικοί (στην αγορά) μηχανισμοί. Ουσιαστικά όλοι οι μηχανισμοί αποσκοπούν στην ευθυγράμμιση των συμφερόντων των managers με αυτά των μετόχων. Συγκεκριμένα περιλαμβάνουν:

- ✓ Σύνδεση αποζημίωσης των managers ανάλογα με την αποδοτικότητα της επιχείρησης.
- ✓ Αύξηση της αποζημίωσης των managers όταν η τιμή της μετοχής της επιχείρησης ξεπερνά κάποιο προκαθορισμένο όριο.
- ✓ Εποπτεία των managers από το Δ.Σ. για τη διασφάλιση.
- ✓ Αποτελεσματικό διοικητικό συμβούλιο, με ευθυγράμμιση των συμφερόντων ανάμεσα σε αυτό και τους μετόχους, περιλαμβάνοντας αύξηση της ευθύνης των μελών, χρήση πραγματικά ανεξάρτητων μελών, κλπ.
- ✓ Ισχυροποίηση των μετόχων και ιδιαίτερα των μεγαλομετόχων που αντιμετωπίζουν με άλλη αντίληψη την επιχείρηση, μέσω (ψήφων) για να μπορούν να απειλήσουν τη διεύθυνση (π.χ. με αντικατάσταση) αλλά και να ασκούν

³ A. Melis, Corporate Governance in Europe, Istituto di ricerche aziendali, Università di Cagliari, Working Paper 1998, σελ 15

επιρροή στους υπόλοιπους μετόχους, για να τους αφυπνίσουν από την παθητικότητα τους.

Συστήματα διακυβέρνησης προσανατολισμένα σε θεσμικά πλαίσια (ιδρύματα, οργανισμοί κλπ)

Η δεύτερη άποψη θεωρεί, ότι η ελεύθερη αγορά δεν μπορεί από μόνη της να επιλύσει τις αποτυχίες που δημιουργούνται μέσα σε αυτή και επομένως ο κρατικός παρεμβατισμός είναι αναγκαίος.⁴ Το συγκεκριμένο σύστημα συναντάται κυρίως στη Γερμανία και γενικότερα στην ηπειρωτική Ευρώπη αλλά και στην Ιαπωνία. Στο συγκεκριμένο σύστημα η κυβέρνηση αναμειγνύεται ενεργά στην οικονομία με την άσκηση ορισμένης πολιτικής και διαμόρφωσης θεσμικού πλαισίου. Η στενή σχέση ανάμεσα στην κυβέρνηση και την βιομηχανία, βοηθά στη χάραξη μακροχρόνιων σχεδιασμών εξυπηρετώντας τα οφέλη των επιχειρήσεων αλλά και κυρίους εθνικούς σκοπούς.⁵

Κύριο χαρακτηριστικό είναι η συμμετοχή των μεγάλων τραπεζών στη διοίκηση των επιχειρήσεων καθώς επίσης και στην άσκηση ελέγχου μέσω συμμετοχικών εταιριών, καταφανής απουσία εξαγορών, χαμηλά ρευστοποιήσιμες αγορές, στα οποία η ιδιοκτησία και τα δικαιώματα ελέγχου (control rights) δεν διαπραγματεύονται ελεύθερα. Ωστόσο , σημειώνεται, ότι η αποτελεσματικότητα και η δομή των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζεται άμεσα από πλήθος παραγόντων, ανάμεσα

⁴ Renneboog L.j. Mc Cahery. P. Moerland, T. Raaijmakers, Convergence and diversity of corporate governance regimes and capital markets, Oxford University Press, 2000, σελ 81

⁵ Carati Cuido, Convergence of Corporate Governance Systems, Managerial Finance vol. 26, 2000 σελ. 66

στους οποίους, η ανταγωνιστική αγορά, η δομή των κεφαλαιακών αγορών κλπ.

Όσον αφορά το πρόβλημα εντολέα εντολοδόχου στο σύστημα, υφίσταται εφόσον υπάρχει διαχωρισμός ανάμεσα σε ιδιοκτησία και έλεγχο. Σημειώνεται ότι το τραπεζοκεντρικό σύστημα αντιμετωπίζει αντίστοιχα προβλήματα με το σύστημα της αγοράς, με τη διαφορά ότι σε αυτό λείπουν οι εξωτερικοί μηχανισμοί ελέγχου, όπως οι καλά ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές.

Επομένως κάθε πιθανή επίλυση του προβλήματος θα πρέπει να είναι εσωτερική. Είναι εύκολα αντιληπτό ότι η συγκέντρωση των ψήφων σε τράπεζες και πιστωτικά ιδρύματα, καθώς και οι ενδοεταιρικές συμμετοχές καθιστούν τον επιχειρηματικό έλεγχο αναποτελεσματικό.

Το γενικό χαρακτηριστικό του συστήματος είναι η απουσία σύνδεσης της αμοιβής των ανώτατων στελεχών με την πορεία της μετοχής, αντίθετα η διεύθυνση λαμβάνει μια εκ των προτέρων συμφωνημένη αποζημίωση και επομένως έχει κάθε κίνητρο να αναλαμβάνει χαμηλού ρίσκου projects μειώνοντας τον κίνδυνο σφάλματος περιορίζοντας αντίστοιχα και την απόδοση. Λαμβάνοντας υπόψη το παραπάνω, συμπεραίνεται ότι κάθε εποπτική δραστηριότητα θα πρέπει να προέλθει από το συμβούλιο/ τους μετόχους/ τις τράπεζες-ιδρύματα.

Το διοικητικό συμβούλιο, μπορεί να μην είναι κατάλληλα δομημένο για να ασκήσει την εποπτική λειτουργία. Αυτό δικαιολογείται ως εξής, η πλειοψηφία των μελών του συμβουλίου αποτελείται από αντιπροσώπων των τραπεζών και λοιπών ιδρυμάτων, επομένως το συμβούλιο αντιπροσωπεύει τα συμφέροντα των φορέων τους τα οποία είναι σταθερά

προσανατολισμένα, σε σταθερές ταμειακές ροές και μείωση των απαιτήσεων. Βασικό χαρακτηριστικό των τραπεζών είναι η μείωση των κινδύνων και επομένως τα συμφέροντα τους ικανοποιούνται με την ήδη ακολουθούμενη πολιτική. Ας μην λησμονείται ότι, τα κόστη από παραλείψεις και λάθη δεν είναι ασήμαντα για μια τράπεζα καθώς η χρεοκοπία ενός πελάτη της, θα επηρεάσει άμεσα πολλές λειτουργίες της.

Όσον αφορά τους μετόχους, ως μηχανισμός ελέγχου, δεν θεωρούν τις επενδύσεις τους ως ένα ενεργά διοικούμενο χαρτοφυλάκιο αλλά αντίθετα έχουν παθητική στάση, και οι managers αυτών των εταιριών δεν θα επιθυμούσαν με κανέναν τρόπο να ταράξουν το υφιστάμενο καθεστώς.

ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΕΝΑ: ΣΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ (SHAREHOLDERS) - ΣΤΟΥΣ STAKEHOLDERS

Η διάκριση των εταιριών μπορεί να γίνει με βάση δύο αντίθετες θέσεις -μοντέλα. Το πρώτο είναι το shareholder model. Στο συγκεκριμένο τύπο, η εταιρική διακυβέρνηση περιγράφει τη θέση της ανώτατης διοίκησης (senior management) προς τους μετόχους. Στο δεύτερο σύστημα (stakeholder model), ο όρος εταιρική διακυβέρνηση χρησιμοποιείται για να περιγράψει το δίκτυο των επίσημων και ανεπίσημων σχέσεων που περιλαμβάνονται σε μια επιχείρηση. Σημειώνεται ότι η αδυναμία απόδοσης του όρου stakeholder στην ελληνική γλώσσα καθώς και για λόγους συντομίας και ομοιομορφίας θα χρησιμοποιούνται οι όροι shareholder και stakeholder αντίστοιχα. Στη συνέχεια, επιχειρείται να γίνει σύντομη αναφορά σε αυτά τα δύο μοντέλα και να διαπιστωθούν οι τυχόν ομοιότητες και διαφορές μεταξύ τους.

Shareholder model

Στο shareholder model, υπάρχουν δύο κεντρικές ομάδες συμμετεχόντων στις επιχειρήσεις οι managers και οι μέτοχοι. Οι μέτοχοι είναι οι ιδιοκτήτες των κεφαλαίων της επιχείρησης, των οποίων οι αποδόσεις είναι άμεσα συναρτώμενες με την πορεία της επιχείρησης. Οι managers από την άλλη πλευρά είναι υπεύθυνοι για την ορθή καθημερινή λειτουργία της εταιρίας.

Βασικός στόχος των επιχειρήσεων, του συγκεκριμένου τύπου, είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετοχών της εταιρίας μέσω της μεγιστοποίησης των κερδών. Το κριτήριο βάσει του οποίου η απόδοση της επιχείρησης κρίνεται σε αυτό το μοντέλο μπορεί να θεωρηθεί ως η αξία της εταιρίας στην αγορά (market value). Οι managers και τα διευθυντικά στελέχη έχουν ως απόλυτη υποχρέωση να διασφαλίσουν ότι η επιχείρηση εξασφαλίζει τα συμφέροντα των μετόχων της.

Ωστόσο οι στόχοι του εντολέα (shareholder) και του εντολοδόχου (agent) διαφέρουν όταν υπάρχει διαχωρισμός ανάμεσα στην ιδιοκτησία και στον έλεγχο της επιχείρησης (principal agent problem). Συχνά οι managers, δεν ανέχονται όλα τα κόστη ή απολαμβάνουν όλα τα οφέλη των ενεργειών τους. Γι' αυτό τον λόγο, παρόλο που η βασική επιδίωξη των επενδυτών είναι η μεγιστοποίηση των αποδόσεων των επενδύσεων τους, οι managers ίσως να έχουν διαφορετικούς σκοπούς όπως είναι η αύξηση των αποδοχών τους, η αύξηση της αξίας των μετοχών της εταιρίας ή προσάρτηση αυτών σε επενδυτικά πλάνα.

Για την αντιμετώπιση του προβλήματος που δημιουργείται από τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου (agent problem) υπάρχουν

τρεις κυρίως μηχανισμοί.⁶ Ο πρώτος αναφέρεται στην άμεση ευθυγράμμιση των οφελών των managers με αυτά των μετόχων (stock options, και άμεσος έλεγχος από το διοικητικό συμβούλιο). Ο δεύτερος μηχανισμός, αφορά τη νομική προστασία των μετόχων σχετικά με την απαλλοτρίωση των συμφερόντων τους από τους managers π.χ. με προστασία και επιβολή των δικαιωμάτων των μετόχων έναντι των εσωτερικών συναλλαγών. Τέλος μια τρίτη λύση για την αντιμετώπιση του προβλήματος ανάμεσα στον εντολέα και τον εντολοδόχο είναι οι έμμεσοι τρόποι επιχειρηματικού ελέγχου όπως αυτοί γίνονται από τις αγορές κεφαλαίου, εργασίας και ελέγχου (μέσω εξαγορών).

Στην πραγματικότητα όμως οι μέτοχοι έχουν δύο κυρίως όπλα αντίδρασης στο πρόβλημα εντολέα- εντολοδόχου, τον έλεγχο και την έξοδο. Οι μηχανισμοί ελέγχου επιβλέπουν αρχικά την πιθανότητα κατάχρησης αρμοδιοτήτων και τη μη τήρηση πίστης και αφοσίωσης από την πλευρά των managers προς τους μετόχους για την εξυπηρέτηση ιδίων συμφερόντων . Επίσης άλλοι μηχανισμοί έχουν να κάνουν με την επιλογή από την πλευρά της διοίκησης, στελεχών που θα απαρτίζουν τη διεύθυνση της εταιρίας, την δυνατότητα αντικατάστασης της υπάρχουσας διεύθυνσης, τα δικαιώματα μετόχων για την ανάληψη καθηκόντων και άλλα. Όσον αφορά, τους μηχανισμούς εξόδου, αναφέρονται στην ελεύθερη μεταβιβασιμότητα των μεριδίων ιδιοκτησίας, που επιτρέπουν στους μετόχους να πουλήσουν τις μετοχές τους και να αποχωρήσουν από την επιχείρηση.

⁶ Cunningham L.A., Commonalities and Prescriptions in the Vertical Dimension of Global Corporate Governance, *Corneill Law Review* 84, 1999 σελ. 5

Αυτοί οι δυο τρόποι αντιδράσεις από την πλευρά των μετόχων, ενδυναμώνονται μέσω των μηχανισμών αγοράς τους οποίους διευκολύνει η αναποτελεσματικότητα του διαχωρισμού της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο. Η αγορά όσον αφορά τον εταιρικό έλεγχο επιτρέπει δυσαρεστημένους μετόχους να χρησιμοποιούν μηχανισμούς ελέγχου όπως πληρεξούσια δικαιώματα ψήφου και συναινετικές νομικές διαδικασίες για να αντικαταστήσουν αδύνατους managers. Η ελεύθερη μεταβιβασιμότητα των μετοχών έχει συνεισφέρει στην ανάπτυξη ισχυρών, ρευστών (liquid) και λειτουργικά αποτελεσματικών αγορών μέσω της οποίας το μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να διαπραγματεύεται για σκοπούς που έχουν να κάνουν με σημαντικές αλλαγές στον έλεγχο της επιχείρησης.

Όσον αφορά τα δικαιώματα των άλλων συμμετεχόντων στην επιχείρηση (stakeholders), στο συγκεκριμένο μοντέλο διαφέρουν σημαντικά από αυτά των μετόχων. Συγκεκριμένα, τα δικαιώματα των εργαζομένων, των προμηθευτών, των πιστωτών, των πελατών και άλλων stakeholders είναι καθορισμένα με συμβόλαιο. Μια αιτία που εξηγεί την προαναφερθείσα λογική δίνει έμφαση στο γεγονός ότι σε μια πτώχευση ή ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, οι μέτοχοι έχουν απαιτήσεις στα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας- ωστόσο οι απαιτήσεις τους υλοποιούνται μόνο και αφού οι απαιτήσεις των υπολοίπων συμμετεχόντων έχουν ικανοποιηθεί.

Μια κριτική που έχει διατυπωθεί σχετικά με το shareholder model, αφορά τη υπονοούμενη παραδοχή ότι η σύγκρουση αφορά ισχυρά οχυρωμένους managers και αδύνατους και διασκορπισμένους μετόχους. Το γεγονός αυτό έχει οδηγήσει σε μια σχεδόν αποκλειστική επικέντρωση στην επίλυση των θεμάτων που αφορούν τον έλεγχο και τα προβλήματα

ενδυνάμωσης του management, τα οποία είναι τα σημαντικότερα της εταιρικής διακυβέρνησης (στο ζήτημα εντολέα εντολοδόχου) με διασκορπισμένους μετόχους. Ωστόσο αξίζει να αναφερθεί ότι η κυρίαρχη εταιρική μορφή είναι αυτή που χαρακτηρίζεται από συγκεντρωτική ιδιοκτησία.

Ένας από τους βασικότερους λόγους για την εστίαση στον τύπο ιδιοκτησίας της εταιρίας (συγκεντρωτική ή διασκορπισμένη / αποκεντρωμένη) έχει να κάνει με την έλλειψη προστασίας των επενδυτών έναντι των managers. Η δυσκολία με την διασκορπισμένη ιδιοκτησία οφείλεται στην απροθυμία από την πλευρά των μετόχων για ουσιαστικό έλεγχο στο management της εταιρίας, εξαιτίας της απουσίας ισχυρών κινήτρων. Οι μέτοχοι έχουν την δυνατότητα ελεύθερης επιλογής και ελπίζουν ότι άλλοι μέτοχοι θα κάνουν τον έλεγχο, αφού τα οφέλη που προκύπτουν από τον έλεγχο στο management διαμοιράζονται σε όλους τους μετόχους, ενώ αντίθετα τα κόστη από τον έλεγχο, επιμερίζονται μόνο σε αυτούς που τον διεξάγουν. Για τις κλειστές επιχειρήσεις το πρόβλημα είναι μεγαλύτερο από τις συμμετοχικές και πυραμιδοειδής ή άλλους μηχανισμούς που κυριαρχούν οι μέτοχοι και συνηθίζουν να ασκούν έλεγχο σε βάρος των μικροεπενδυτών. Σε αυτή τη περίπτωση η προστασία των μικροεπενδυτών είναι αμφισβητήσιμη. Άλλη κριτική, την οποία δέχεται το shareholder model, αναφέρεται στο γεγονός ότι η εστίαση για την επίλυση των προβλημάτων εταιρικής διακυβέρνησης είναι αρκετά επιφανειακή. Η προσέγγιση του shareholder model είναι ουσιαστικά επικεντρωμένη με την ευθυγράμμιση των ωφελειών των managers και των μετόχων και την διασφάλιση της ροής ξένων κεφαλαίων στην εταιρία.

Παρ' όλα αυτά, πρέπει να αναφερθεί ότι οι μέτοχοι δεν είναι οι μόνοι που επενδύουν σε μια επιχείρηση, γι' αυτό το λόγο στην αξιολόγηση των δυνατοτήτων, αδυναμιών και στην κατάταξη των διαφόρων συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης απαιτείται μια ευρύτερη ανάλυση στην οποία θα περιλαμβάνονται όλοι οι άμεσα ενδιαφερόμενοι (stakeholders) σε μια επιχείρηση.

Stakeholder model

Το stakeholder model, λαμβάνει υπόψη ευρύτερη άποψη της επιχείρησης. Σύμφωνα με το παραδοσιακό stakeholder μοντέλο, κάθε επιχείρηση είναι υπεύθυνη για ένα ευρύτερο σώμα ανθρώπων στην επιχείρηση εκτός από τους μετόχους. Στην κατηγορία των stakeholders, εκτός των μετόχων περιλαμβάνονται και άλλοι συνεργάτες με συμβόλαια , όπως οι εργαζόμενοι στην επιχείρηση, οι προμηθευτές, οι πελάτες οι πιστωτές και άλλοι θεσμοί, όπως τα μέλη της κοινωνίας στην οποία η εταιρία εδρεύει, και γενικότερα θα μπορούσε να θεωρηθεί ολόκληρη η κοινωνία. Το πρόβλημα με το παραδοσιακό stakeholder μοντέλο είναι, ότι θεωρείται δύσκολο αν όχι αδύνατο , να διασφαλισθεί ότι η εταιρία ικανοποιεί τους ευρύτερους αυτούς στόχους της.

Παρολ' αυτά, λαμβάνοντας υπόψη τη σπουδαιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης στην οικονομική απόδοση ενός οργανισμού, έχει γίνει εμφανές ότι οι επιχειρήσεις / οργανισμοί έχουν υποχρεώσεις σε ομάδες εκτός των μετόχων. Το γεγονός που χρήζει σημασίας είναι το αντίκτυπο των διαφόρων stakeholders που μπορεί να έχουν στην απόδοση και αποτελεσματικότητα της επιχείρησης. Γι' αυτό το λόγο άλλωστε, απαιτήθηκε ο επαναπροσδιορισμός του μοντέλου stakeholder με έμφαση στον όσο το δυνατόν πιο "στενό" προσδιορισμό του όρου stakeholder.

Η νέα προσέγγιση του stakeholder μοντέλου είναι μια φυσική προέκταση του shareholder μοντέλου. Ουσιαστικά το νέο stakeholder μοντέλο, επικεντρώνεται στους συμμετέχοντες στα συγκεκριμένα κεφάλαια της επιχείρησης. Σύμφωνα με το μοντέλο, οι "καλύτερες" εταιρίες είναι αυτές στις οποίες ενεργό συμμετοχή στη διακυβέρνηση τους έχουν και οι προμηθευτές, πελάτες και οι εργαζόμενοι. Σε περίπτωση επενδύσεων το stakeholder model θα περιελάμβανε επενδύσεις σε υπαλλήλους / προμηθευτές κλπ. Γι' αυτό το λόγο είναι προς το συμφέρον των βασικών μετόχων (shareholders) να λαμβάνουν υπόψη και τους υπόλοιπους stakeholders και να προωθούν την ανάπτυξη μακροχρόνιων σχέσεων, πίστης και αφοσίωσης ανάμεσα σε αυτούς.

Επομένως η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης αποκτά την έννοια της εύρεσης ενός μηχανισμού ο οποίος θα ενθαρρύνει την ενεργή συμμετοχή όλων των stakeholders -για επενδύσεις- για την επιβίωση κατά πρώτο λόγο και την ανάπτυξη της επιχείρησης.⁷

Το όφελος που προκύπτει από το shareholder model, είναι ότι προσφέρει ευδιάκριτη καθοδήγηση στην προσπάθεια των managers για τον καθορισμό στόχων και στην εγκατάσταση μηχανισμών για την μέτρηση της αποδοτικότητας του management team μέσα στην επιχείρηση (κερδοφορία επιχείρησης). Ωστόσο μία κριτική που δέχεται το stakeholder model και προκαλεί τον φόβο στους συμμετέχοντες στη διαδικασία της εταιρικής διακυβέρνησης είναι, ότι οι managers πολύ πιθανόν να χρησιμοποιήσουν "stakeholder" αιτίες για να δικαιολογήσουν την άσχημη οικονομική εικόνα της επιχείρησης.

⁷ OECD Principles of Corporate Governance, Ad Hoc Task Force on Corporate Governance, 1999

Από την άλλη πλευρά, το θετικό σημείο του μοντέλου stakeholder είναι η έμφαση στην αντιμετώπιση προβλημάτων συνδεδεμένα με ευκαιριακές συμπεριφορές καθώς και η ενθάρρυνση για άμεση και στενή συνεργασία ανάμεσα στους stakeholders για την διασφάλιση της μακροχρόνιας κερδοφορίας της επιχείρησης που δημιουργεί πρόσφορο έδαφος για την ανάπτυξη του.

ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΕΝΑ: ΣΤΗ ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (OUTSIDER- INSIDER SYSTEMS)

Εταιρική Διακυβέρνηση : Δυνατότητες - Αδυναμίες και Οικονομική Ανάμιξη.

Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης μπορούν να καταταχθούν με βάση τον βαθμό συγκέντρωσης ιδιοκτησίας και την ταυτότητα των βασικών μετόχων. Ενώ μερικά συστήματα χαρακτηρίζονται από ευρύ διασπορά - των μετοχών- της ιδιοκτησίας (outsider system) , άλλα χαρακτηρίζονται από συγκεντρωτική ιδιοκτησία (insider system), στα οποία ο έλεγχος της εταιρίας μπορεί να ασκείται είτε ατομικά, είτε από οικογένεια (family holding), είτε από θεσμικό επενδυτή ή άλλη επιχείρηση ενεργώντας ως συμμετοχική εταιρία ή μέσο σταυροειδών συμμετοχών.

Εταιρική Διακυβέρνηση

Διεθνής σύγκριση της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας			
Χώρα	Έτος	Αριθμός Εταιριών	Συγκέντρωση ιδιοκτησίας (% στα ίδια κεφάλαια)
Αυστρία	1996	600 μεγαλύτερες ανώνυμες εταιρίες, μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα	82,2
		60 μεγαλύτερες ανώνυμες εταιρίες	52,4
Βέλγιο	1995	135 ανώνυμες εταιρίες	44,8
Γαλλία	1996	282.322 μεγαλύτερες ανώνυμες εταιρίες, μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα	66,2
		680 ανώνυμες εταιρίες	57,9
Γερμανία	1996	402 ανώνυμες εταιρίες	55,9
Ιταλία	1996	4.173 μεγαλύτερες ανώνυμες εταιρίες, μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα	61,1
		214 ανώνυμες εταιρίες	48,0
Ολλανδία	1996	137 ανώνυμες εταιρίες	26,9
Ισπανία	1996	394 ανώνυμες εταιρίες	45,3
Ην. Βασίλειο	1992	189 ανώνυμες εταιρίες	14,4
Η.Π.Α.	1990	457 ανώνυμες εταιρίες	25,4 ¹
Ιαπωνία	1984	143 πετρελαϊκές και βιομηχανικές εταιρίες	33, Γ

Ποσοστό μετοχών που ελέγχονται από τους 5 κυριότερους μετόχους

Πηγή :Renneboog L. j. Mc Cahery , P. Moerland, T. Raaijmakers, *Convergence and diversity of corporate governance regimes and capital markets*, Oxford University Press, 2000

Ο πίνακας 1.1 παρουσιάζει την συγκέντρωση της ιδιοκτησίας σε ορισμένες από τις κυριότερες χώρες μέλη του ΟΟΣΑ (OECD). Όπως διαπιστώνεται από τα στοιχεία του πίνακα το ποσοστό συγκέντρωσης στην ιδιοκτησία των σημαντικότερων επιχειρήσεων στην ηπειρωτική Ευρώπη ποικίλλει από 40%-80%, σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, το Ην. Βασίλειο, την Ιαπωνία και την Ολλανδία όπου η συγκέντρωση στον έλεγχο των επιχειρήσεων είναι σαφώς χαμηλότερη.

Παρολ' αυτά, με την απουσία του συστήματος μία μετοχή μία ψήφος (one share-one vote), τα στοιχεία όσον αφορά την συγκέντρωση ιδιοκτησίας της επιχείρησης μπορούν είτε να υποτιμήσουν είτε να

υπερτιμήσουν τον άμεσο έλεγχο των μετόχων πάνω στην επιχείρηση. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι κάθε χώρα έχει διάφορους νομικούς μηχανισμούς ώστε να επιτυγχάνεται διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο (π.χ. δικαιώματα ψήφου).

Η διασκορπισμένη ιδιοκτησία και το αντίστοιχο δικαίωμα ψήφου (voting power) συνδέεται με πολλούς μικρομετόχους, την απουσία μεγαλομετόχων καθώς και με το σύστημα μία μετοχή μία ψήφος (one share-one vote). Σε αυτή τη περίπτωση, οι managers καταλήγουν με ουσιαστικά δικαιώματα ελέγχου και οι εξαγορές είναι πιθανές.

Ωστόσο είναι πιθανόν, να υπάρχει διασκορπισμένη ιδιοκτησία και παράλληλα συγκεντρωμένο δικαίωμα ψήφου διάμεσου δύο τάξεων μετοχών, (προνομιούχες και μη μετοχές^οΜεη shares,^n) ή έκδοση μετοχών με ελεύθερα δικαιώματα ψήφου. Αυτό δίνει τη δυνατότητα στην ύπαρξη μιας κατάστασης στην οποία συμμετέχουν ισχυροί μεγαλομέτοχοι (block holders) και αδύναμοι μικρομέτοχοι, σε αυτή τη περίπτωση οι εξαγορές επιχειρήσεων σπάνια λαμβάνουν χώρα.

Επίσης, οι μικρομέτοχοι βρίσκονται σε αδύναμη θέση και στην περίπτωση που η ιδιοκτησία της επιχείρησης είναι συγκεντρωμένη και το δικαίωμα ψήφου είναι ευθυγραμμισμένο με το δικαιώματα ιδιοκτησίας, σε αυτή την κατάσταση και η θέση των managers, είναι ιδιαίτερα αδύνατη καθώς οι μεγαλομέτοχοι διατηρούν τα εναπομείναντα δικαιώματα ελέγχου πάνω στην επιχείρηση. Οι εξαγορές σε αυτή την περίπτωση είναι πιθανές αφού η ταμειακή ροή και το δικαίωμα ψήφου είναι ευθυγραμμισμένα.

Εταιρική Διακυβέρνηση

Κατηγοριοποίηση Συστημάτων Βάσει Ιδιοκτησίας και Δικαιώματος Ψήφου		
	Διασκορπισμένο Δικαίωμα Ψήφου	Συγκεντρωμένο Δικαίωμα Ψήφου
Διασκορπισμένη Ιδιοκτησία	<ul style="list-style-type: none"> • Πολλοί μικρομέτοχοι • Μια μετοχή / μία ψήφος Αποτέλεσμα: <ul style="list-style-type: none"> • Ισχυροί managers. Αδύνατοι ιδιοκτήτες, οι εξαγορές είναι πιθανές 	<ul style="list-style-type: none"> • Πολλοί μικρομέτοχοι • Το δικαίωμα ψήφου είναι συγκεντρωμένο κατά κύριο λόγο στους ισχυρούς μεγαλομετόχους διάμεσου δύο τάξεων μετοχών, golden shares, κλπ Αποτέλεσμα: <ul style="list-style-type: none"> • Ισχυροί Μεγαλομέτοχοι, αδύνατοι μικρομέτοχοι. Εξαγορές είναι αδύνατες
Συγκεντρωμένη Ιδιοκτησία	<ul style="list-style-type: none"> • Μεγαλομέτοχοι • 11 ισχύς της ψήφου ιδιοκτησίας αποδυναμώνεται εξαιτίας περιοριστικών όρων στη διαδικασία ψηφοφορίας Αποτέλεσμα: <ul style="list-style-type: none"> • Ισχυροί managers. Αδύνατοι ιδιοκτήτες, οι εξαγορές είναι δύσκολες 	<ul style="list-style-type: none"> • Μεγαλομέτοχοι • Δικαιώματα ψήφου ευθυγραμμισμένα με, τα δικαιώματα ιδιοκτησίας μέσω μιας μετοχής / μιας ψήφου ή μέσω μηχανισμών διαχωρισμού Αποτέλεσμα: <ul style="list-style-type: none"> • Αδύνατοι managers. Αδύνατοι μικρομέτοχοι ιδιοκτήτες, ισχυροί μεγαλομέτοχοι οι εξαγορές είναι πιθανές;

Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης τα οποία συναντώνται στις χώρες του ΟΟΣΑ συνήθως κατατάσσονται στις τρεις παραπάνω κατηγορίες. Ο πίνακας 1.2 παρουσιάζει τα βασικά χαρακτηριστικά των συστημάτων με βάση το καθεστώς ιδιοκτησίας και το δικαίωμα ψήφου, επίσης παρουσιάζονται τα βασικά χαρακτηριστικά καθώς και τα κύρια αποτελέσματα που προκύπτουν όσον αφορά τη θέση που κατέχουν οι μέτοχοι-μεγάλοι και μικροί- οι managers καθώς και κατά πόσο είναι εφικτή η εξαγορά της επιχείρησης. Σημειώνεται, ότι η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία αλλά με διασκορπισμένο καθεστώς ψήφου μπορεί να επιτευχθεί μέσω μηχανισμών που περιορίζουν την δύναμη της ψήφου στους μεγαλομετόχους (με καταστρατήγηση της αρχής μια ψήφος μια μετοχή κλπ), το οποίο επιτυγχάνει να εμποδίσει τους μεγαλομετόχους από τον αποκλειστικό έλεγχο της επιχείρησης. Ωστόσο παρόλο που, το παρόν σύστημα παρέχει κάποιο είδος προστασίας στους μικρομετόχους

της εταιρίας από περιορισμούς δικαιωμάτων ψήφου, έχει και σημαντικά μειονεκτήματα από τη σκοπιά των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης. Αυτό το σύστημα παρουσιάζει όλα τα συμπερασματικά προβλήματα του ελέγχου που περιλαμβάνονται στο outsider system αλλά κανένα από τα πλεονεκτήματα του π.χ. χαμηλή ρευστότητα, υψηλό κόστος κεφαλαίου κλπ. Ενώ είναι πιθανόν μια επιχείρηση να επιλέξει το προαναφερθέν σύστημα ως ιδιοκτησιακό καθεστώς, αυτός ο τύπος διακυβέρνησης είναι μάλλον η εξαίρεση παρά ο κανόνας. Γι' αυτούς τους λόγους, ως σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης, αυτή η δομή δεν συναντάται συχνά.

Outsider System

Το outsider system είναι το τυπικό σύστημα που συναντάται κυρίως στις ΗΤΤΑ και στο Ην. Βασίλειο, το οποίο χαρακτηρίζεται από σχετικά ευρεία διασπορά μετοχών. Τα συστήματα αυτά δίνουν έμφαση στην ανάγκη για αξιοπιστία και συνεχής πληροφόρηση έτσι ώστε οι επενδυτές να έχουν πρόσβαση στη σωστή ενημέρωση για επενδυτικές αποφάσεις. Για αυτό το λόγο, έχει συσταθεί ιδιαίτερο νομικό πλαίσιο για την παροχή πληροφοριών και τη δημιουργία σχετικής ισότητας ανάμεσα στους επενδυτές όσον αφορά την πρόσβαση τους στην ενημέρωση. Για το σκοπό, απαιτείται η τακτική ενημέρωση της πορείας της επιχείρησης δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στην προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και συγκεκριμένα των μικρομετόχων. Πλήρως επεξεργασμένοι κανόνες εμποδίζουν ομάδες μετόχων από επικοινωνία και ενημέρωση ανάμεσα τους δίχως να έχει προηγηθεί ενημέρωση προς όλους τους μετόχους.

Επιπλέον νομικά θεσμικά πλαίσια υποστηρίζουν τα δικαιώματα των μετόχων για έλεγχο στην επιχείρηση και σε πολλές περιπτώσεις το

διοικητικό συμβούλιο και η διεύθυνση (management) της εταιρίας είναι κατηγορηματικώς υπόλογοι προς τους μετόχους.

Εφόσον η προστασία των μικροεπενδυτών είναι επίσης συνδεδεμένη με την ισχυρή χρηματαγορά, το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης στις ΗΠΑ και στο Ην. Βασίλειο προωθεί ενεργεί συμμετοχή και ανάληψη δραστηριοτήτων από το χρηματιστήριο. Επομένως, η μακροχρόνια χρηματοδότηση μέσω ιδίων κεφαλαίων και corporate bonds είναι ένα αναπόσπαστο χαρακτηριστικό του outsider system. Η δανειοδότηση από πιστωτικά ιδρύματα τείνει να είναι βραχυχρόνια διατηρώντας ωστόσο μακροχρόνιες σχέσεις με τον επιχειρηματικό κλάδο λαμβάνοντας υπόψη τον δείκτη συνολικού χρέους προς ίδια κεφάλαια. Ο έλεγχος της διεύθυνσης (management) της εταιρίας εξαρτάται και συντελείται από τις κεφαλαιουχικές αγορές. Για παράδειγμα, η αξία της μετοχής αναμφίβολα θα μειωθεί όταν η διεύθυνση (management) αποτυγχάνει να μεγιστοποιήσει την απόδοση των μετόχων εκθέτοντας την επιχείρηση στον κίνδυνο της εξαγοράς και στην αντικατάσταση της αναποτελεσματικής διεύθυνσης (management).

Στην πραγματικότητα, τόσο οι ρευστές χρηματαγορές, όσο και το αυστηρό θεσμικό πλαίσιο και η επαρκή πρόσβαση σε πληροφόρηση από την πλευρά των μετόχων -όλα κύρια χαρακτηριστικά του outsider system- είναι αναγκαία προκειμένου η αγορά να ασκήσει εταιρικό έλεγχο ως αποτελεσματικός και αξιόπιστος μηχανισμός. Μερικά από τα πλεονεκτήματα της διασκορπισμένης ιδιοκτησίας επομένως περιλαμβάνουν υψηλή ρευστότητα των μετοχών και καλύτερες μελλοντικές αξίες για τους επενδυτές

Επίσης οι τράπεζες έχουν περιορισμένο ρόλο στη συμμετοχή της εταιρίας και σε καμία περίπτωση δεν έχουν άμεσο ενδιαφέρον από τις επιχειρήσεις ούτε επιθυμούν να αναμειχθούν στη διοίκηση της εταιρίας.

Επίσης, άλλη μια σημαντική πτυχή μιας ενεργής κεφαλαιακής αγοράς , είναι ότι ενθαρρύνει καινοτομικές δραστηριότητες. Επιχειρηματικότητα και ανάπτυξη δυναμικών μικρο-μεσαίων επιχειρήσεων. Τα venture capitals είναι ενεργά στοιχεία στην υποστήριξη καινοτομικών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Ωστόσο από την άλλη πλευρά, το κίνητρο για τον έλεγχο της διεύθυνσης είναι ιδιαίτερα αδύνατο όταν η ιδιοκτησία είναι διασκορπισμένη, εξαιτίας της άρνησης του μετόχου να αναλάβει το κόστος του ελέγχου ευελπιστώντας ότι θα λάβει χώρα από άλλους.

Με την διασκορπισμένη ιδιοκτησία "έξοδος" αντί για "λόγος" είναι οι συνέπειες των μετόχων, καθώς σε περίπτωση που δεν είναι ικανοποιημένοι είναι πρόθυμοι να πωλήσουν τις μετοχές τους καθώς δεν έχουν κίνητρο ή τα μέσα για να ασκήσουν άμεσο έλεγχο στη διεύθυνση, ενώ οι managers καταλήγουν με αξιοσημείωτη διακριτή εξουσία και την δυνατότητα απόσπασης ιδίων ωφελειών .

Χαρακτηριστικό του συστήματος είναι ότι οι managers μπορούν να χρησιμοποιήσουν την εξουσία τους για να μεγιστοποιήσουν το μέγεθος της εταιρίας από ότι τα κέρδη, να αποκρύψουν/ συσσωρεύσουν τις ταμειακές ροές από το να τις εξαφανίσουν με τη μορφή των μερισμάτων, να αποζημιώσουν τους ίδιους με υπερβολικά υψηλούς μισθούς ή να οχυρωθούν και να προστατεύσουν τους εαυτούς τους από έμμεσους μηχανισμούς επιχειρηματικού ελέγχου σε περίπτωση έλλειψης υπευθυνότητας της διεύθυνσης.

Η εταιρική διακυβέρνηση καθώς και το νομικό και θεσμικό πλαίσιο που την περιβάλλει στο outsider system έχει αναπτυχθεί ως απάντηση στα ιδιαίτερα προβλήματα που προκύπτουν όχι μόνο εξαιτίας του διαχωρισμού ανάμεσα στην ιδιοκτησία και τον έλεγχο αλλά και στην σύγχυση που προκύπτει όσον αφορά το καθεστώς ιδιοκτησίας. Πολλές από τις αναμορφώσεις και πρακτικές του συστήματος βοηθούν στη μείωση της αδυναμίας ελέγχου, ενδυναμώνοντας την υπευθυνότητα της διεύθυνσης και ευθυγραμμίζοντας τους στόχους των managers όσο το δυνατόν με αυτούς των μετόχων. Στη συνέχεια παρατίθενται, ορισμένοι από τους κυριότερους παράγοντες που επηρεάζουν τα συγκεκριμένα συστήματα.

➤ Ρόλος των Θεσμικών Επενδυτών

Οι εμπορικοί οργανισμοί στις ΗΠΑ για μεγάλο χρονικό διάστημα είχαν περιορισμένη παρουσία εξαιτίας ισχυρών νομικών και κανονιστικών μηχανισμών δημιουργώντας ένα θρυμματισμένο οικονομικό κλάδο. Για παράδειγμα εξαιτίας των περιοριστικών όρων, από εμπορικούς νόμους, το συμμετοχικό κεφάλαιο είναι ιδιαίτερα χαμηλό.

Η νομοθεσία στις ΗΠΑ επίσης εμποδίζει τις τράπεζες να παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες. Ενδεικτικά αναφέρεται η περίπτωση που ο πελάτης μιας τράπεζας χρεοκοπήσει ή χάσει την φερεγγυότητα του, οι απαιτήσεις τις τράπεζας περιορίζονται αν μπορεί να αποδειχθεί ότι η τράπεζα άσκησε σημαντική επιρροή στις δραστηριότητες της επιχείρησης. Ενώ οι παραπάνω πρακτικές έχουν ενθαρρύνει τη διασκορπισμένη ιδιοκτησία στις ΗΠΑ, αποθαρρύνουν επίσης τις μακροχρόνιες σχέσεις ανάμεσα στους θεσμικούς επενδυτές και τον επιχειρηματικό κλάδο.

Επομένως και σε σύγκριση με άλλες χώρες οι εμπορικές τράπεζες είχαν απλά ένα παθητικό ρόλο στον έλεγχο των εισηγμένων εταιριών.

Ωστόσο, η διασκορπισμένη ιδιοκτησία στο Ην. Βασίλειο κινείται με αυξητικούς ρυθμούς αλλά επίσης χαρακτηρίζεται και από την κυριαρχία των θεσμικών επενδυτών. Συγκεκριμένα από τη δεκαετία του '70, οι ΗΠΑ αλλά και το Ην. Βασίλειο έχουν εμφανίσει μια απότομη αύξηση στη συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με ταυτόχρονη μείωση της ατομικής συμμετοχής στην άμεση ιδιοκτησία της επιχείρησης. Ξεκινώντας με λιγότερο από 10% στην μετοχική σύνθεση των επιχειρήσεων, έφθασαν στο 40% σήμερα και οι θεσμικοί επενδυτές έχουν γίνει οι μεγαλύτεροι ιδιοκτήτες. Την ίδια περίοδο, το ποσοστό συμμετοχής των μετοχών που ελέγχονται από πρόσωπα έχει σημειώσει αισθητή μείωση από 90% σε περίπου 50% στις ΗΠΑ και από 50% σε 20% αντίστοιχα στο Ην. Βασίλειο.⁸

Οι αιτίες για την παραπάνω τάση μπορεί να αποδοθούν στα φορολογικά κίνητρα από την πλευρά των κυβερνήσεων για συλλογικά σχήματα καθώς και στην ευρεία ανάπτυξη των αμοιβαίων κεφαλαίων ως αποτέλεσμα των πλεονεκτημάτων της μεγάλης διασποράς ανάμεσα στη διεύθυνση και στα χαμηλά εκτελεστικά κόστη σχετικά με την άμεση ιδιοκτησία. Ένας επιπρόσθετος λόγος που εξηγεί το φαινόμενο έχει να κάνει με την αναδυόμενη τάση για τις εταιρίες να εκδίδουν μετοχές άμεσα στους θεσμικούς επενδυτές στη κύρια αγορά καθώς οι απαιτήσεις τους για χρηματοδότηση έχουν αυξηθεί τα τελευταία χρόνια.

⁸ Hamilton Robert W. , Corporate Governance In America Journal Of Corporation Law, Vol. 25, No. 2, 2000, σελ. 25

Ο υψηλός βαθμός κατοχής μετοχών από τους θεσμικούς επενδυτές και τα συνταξιοδοτικά ταμεία είναι ο κυριότερος παράγοντας για τον τρόπο που ασκείται η εταιρική διακυβέρνηση στις ΗΤΤΑ και το Ην. Βασίλειο. Ενώ οι διαδικασίες για βαθύτερο έλεγχο στις επιχειρήσεις από την πλευρά των θεσμικών επενδυτών, διαφαίνεται ως βελτίωση στον τρόπο που οι επιχειρήσεις ασκούν εταιρική διακυβέρνηση στις ΗΠΑ και στο Ην. Βασίλειο, υπάρχει ακόμα έντονη φιλολογία γύρω από το ποιος θα ελέγχει τους θεσμικούς επενδυτές. Το υψηλό επίπεδο συγκέντρωσης μεταξύ των θεσμικών επενδυτών στο Ην. Βασίλειο εξυπηρετεί μόνο στη διόγκωση του προβλήματος.

➤ Ο Ρόλος Του Διοικητικού Συμβουλίου

Παράλληλα με τον έλεγχο στην επιχείρηση που ασκείται από τους θεσμικούς επενδυτές, άλλος ένας χαμηλού κόστους μηχανισμός ελέγχου, είναι το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας.

Το διοικητικό συμβούλιο κατέχει ένα σημαντικό ρόλο στην δομή της εταιρικής διακυβέρνησης και είναι ουσιαστικά υπεύθυνο για τον έλεγχο της διεύθυνσης και την επίτευξη ικανοποιητικής απόδοσης στους μετόχους, ενώ είναι υπόλογο και για τη προστασία της εταιρίας από συγκρούσεις συμφερόντων και την εξισορρόπηση των απαιτήσεων από κάθε ενδιαφερόμενη πλευρά μέσα σε αυτή. Το διοικητικό συμβούλιο όταν κρίνεται αναγκαίο έχει την εξουσία να αντικαταστήσει την διεύθυνση (management) της επιχείρησης καθώς επίσης είναι υπεύθυνο για την καταβολή αποζημίωσης στα μέλη του, για τη συμμετοχή τους σε αυτό.

Ωστόσο για να μπορέσει το διοικητικό συμβούλιο να εκπληρώσει το ρόλο του -έλεγχο στη διεύθυνση της εταιρίας- θα πρέπει να υφίσταται κάποιος βαθμός ανεξαρτησίας ανάμεσα σε αυτό και τη διεύθυνση. Και

ενώ έμφαση δίνεται, στο outsider system, στην έννοια της ανεξαρτησίας , στην πραγματικότητα το πιο σημαντικό πρόβλημα είναι ότι το διοικητικό συμβούλιο, όπως αντίστοιχα και η διεύθυνση μπορεί να οχυρωθεί.

Αυτό μπορεί να συμβεί στην περίπτωση κατά την οποία τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου αμείβονται για τις υπηρεσίες τους, και είναι υπόλογοι τόσο για την επίβλεψη των ανωτάτων στελεχών όσο και την αποζημίωση των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Το πρόβλημα που δημιουργείται έχει να κάνει με το εξής γεγονός : ενώ η αποζημίωση στο διοικητικό συμβούλιο προσελκύει υψηλών προσόντων μη εκτελεστικά μέλη, αυτό έχει ως αποτέλεσμα η συγκεκριμένη θέση να δημιουργεί κίνητρο για τα στελέχη να απασχοληθούν και σε μεγάλο αριθμό άλλων επιχειρήσεων και η κατάληξη αφορά την αποτελεσματικότητα αυτών αφού οι τόσες πολλές ενασχολήσεις μειώνουν την ικανότητα ελέγχου του διοικητικού συμβουλίου . Ως μη εκτελεστικά μέλη- αν και δεν υπάρχει ένας θεσπισμένος ορισμός - θεωρούνται εκείνα τα στελέχη που σε αντίθεση με τους υπόλοιπους συναδέλφους τους, δεν διατηρούν καμία διοικητική ή διευθυντική θέση στην επιχείρηση επιπρόσθετα με τον ρόλο τους ως μέλος του διοικητικού συμβουλίου. Τα μη εκτελεστικά στελέχη έχουν υποχρέωση να συμμορφωθούν με τα καθήκοντα της διοίκησης όπως αυτά ορίζονται από τον νόμο και τον εσωτερικό κανονισμό της επιχείρησης.⁹

Στην περίπτωση, που ήταν δυνατόν με κάποιο υποθετικό κανονιστικό πλαίσιο η μείωση των συμμετοχών σε πολλά συμβούλια, το πρόβλημα εντολέα εντολοδόχου θα εξακολουθούσε να υπάρχει κυρίως

⁹ D. Higgs, Review of the role and effectiveness of non executive directors, Non Executive Directors Review, Ην. Βασίλειο, 2002, σελ 4

λόγο της διασκορπισμένης ιδιοκτησίας (dispersed ownership) και του διαχωρισμού ελέγχου και ιδιοκτησίας ως επακόλουθο. Το διοικητικό συμβούλιο, θεωρητικά, θα έπρεπε να αντιπροσωπεύει και να διαφυλάττει τα συμφέροντα των μετόχων, στην πράξη γίνεται μέρος της διεύθυνσης της επιχείρησης. Εξαιτίας των προβλημάτων που προκύπτουν υπάρχει ακόμα η βαθιά η αντίληψη του συμβουλίου ως ένας αδύνατος μηχανισμός ελέγχου.

➤ Ο Ρόλος Των Μηχανισμών Της Αγοράς

Η απειλή της εξαγοράς της επιχείρησης μπορεί να ενεργήσει ως πειθαρχικός μηχανισμός και να μειώσει τα κίνητρα για ευκαιριακή συμπεριφορά της διεύθυνσης. Οι ΗΠΑ συγκεκριμένα έχουν μια δραστήρια αγορά για εταιρικό έλεγχο όπως διαπιστώνεται από τη συμμετοχή της στις εξαγορές και συγχωνεύσεις, περιλαμβάνοντας και τις "εχθρικές" εξαγορές (hostile take over).

Για παράδειγμα στα μέσα της δεκαετίας του 1980, η αξία των εξαγορών στις ΗΠΑ προσέγγισε περίπου το \$1 τρις. Αντιπροσωπεύοντας το 40% της ετήσιας αγοράς κεφαλαίου (μέση ετήσια κεφαλαιοποίηση). Στο Ην. Βασίλειο την τελευταία δεκαετία υπήρξαν 200 περίπου εξαγορές και συγχωνεύσεις ανά έτος σε σύγκριση με 50 περίπου που έλαβαν χώρα στη Γερμανία την αντίστοιχη περίοδο. Σημειώνεται ότι μέχρι τώρα, ο επιχειρηματικός έλεγχος δεν αποτελεί αξιόλογο παράγοντα στο insider system, ωστόσο σταδιακά αυτό αλλάζει καθώς οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις ως δραστηριότητες αποτελούν σημαντικό σημείο αναφοράς στην αγορά.¹⁰

¹⁰ Krainer Robert E., Corporate Governance And Business Cycles In The G-7 Countries: Do Institutions Really Matter?, University Of Wisconsin – Madison, Working Paper 1997 σελ. 26

Ταυτόχρονα η ένταση των συγχωνεύσεων και εξαγορών δεν αποτελεί από μόνο του ισχυρό μηχανισμό αγοράς. Οι εξαγορές μπορούν να είναι αποτέλεσμα επιτακτικής ανάγκης για αύξηση του μεγέθους στην αγορά καθώς και από επιθυμία αύξησης της απόδοσης. Γι' αυτό το λόγο δεν είναι πάντα ορθή η υπόθεση ότι πίσω από μια αγορά για εταιρικό έλεγχο αντικατοπτρίζεται η αληθινή έκταση της εταιρικής εποπτείας.

Ο ισχυρός ανταγωνισμός στην αγορά, θα μπορούσε σε κάποιο βαθμό να συντελέσει στη μείωση της αναποτελεσματικότητας της διεύθυνσης και στον καιροσκοπισμό. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι υπάρχουν λιγότερα περιθώρια ευκαιριακής συμπεριφοράς όταν η αγορά είναι ανταγωνιστική. Ο ανταγωνισμός εξασφαλίζει ένα είδος benchmarking με το οποίο η απόδοση της επιχείρησης μπορεί να κριθεί όταν συγκρίνεται με την απόδοση άλλων εταιριών του ίδιου κλάδου. Ωστόσο τα αποτελέσματα του ανταγωνισμού στην αγορά έρχεται με καθυστέρηση για να προκαλέσουν ραγδαίες αντιδράσεις, οδηγώντας μη παραγωγικές επιχειρήσεις σε χρεοκοπία μόνο αφού μεγάλο χρονικό διάστημα έχει παρέρθει, στον οποίο η μετοχική αξία έχει χαθεί. Σημαντικό ρόλο στην εταιρική διακυβέρνηση έχει η νομοθεσία σχετικά με τη χρεοκοπία, όσον αφορά τις απαιτήσεις και τον έλεγχο για τους διάφορους επενδυτές κατά τη διάρκεια της πτώχευσης.

➤ Βραχυχρόνια Συμπεριφορά

Παρόλο που μια δραστήρια και δυναμική αγορά μπορεί να ενεργεί ως πειθαρχικός μηχανισμός πάνω στη συμπεριφορά της διεύθυνσης, σε μια οικονομία η οποία χαρακτηρίζεται από συχνές εξαγορές και μακροχρόνιες σχέσεις ανάμεσα στους stakeholders είναι μάλλον δύσκολο να διατηρηθούν. Ίσως το συγκεκριμένο γεγονός να μειώσει συνολικά τις

επενδύσεις προσφέροντας στους stakeholders ελάχιστα κίνητρα για να τις πραγματοποιήσουν αλλά ακόμα και να δημιουργήσει αποκλίσεις στα επενδυτικά σχέδια που πραγματοποιούνται.

Πράγματι, είναι σύνηθες το φαινόμενο ισχυρή εμπιστοσύνη στις χρηματοοικονομικές αγορές (financial markets) να ενθαρρύνει τους managers να επικεντρώνονται αποκλειστικά σε στόχους με βραχυχρόνια αποτελέσματα, ακόμα και όταν αυτό είναι επιβλαβές στην μακροχρόνια παραγωγικότητα της επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά, η περισσότερο ανταγωνιστική αγορά για χρηματοδότηση και εταιρικό έλεγχο μπορεί να οδηγήσει σε "σφιχτότερο" έλεγχο και σε ερευνητικές δραστηριότητες προσεχτικότερα επιλεγμένες τόσο από θέμα ποιότητας όσο και κόστους.

Ειδικοί χρηματοοικονομικοί μηχανισμοί έχουν αναπτυχθεί σε outsider systems οι οποίοι είναι συχνά περισσότερο αποτελεσματικός τρόπος για την αντιμετώπιση χρηματοπιστωτικών κινδύνων, σε μακροχρόνια προγράμματα έρευνας και ανάπτυξης από τους παραδοσιακούς μηχανισμούς σε πολλά insider τραπεζικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης.¹¹

Ωστόσο, αξίζει να αναφερθεί ότι επενδυτικά σχέδια με μακροχρόνια αποτελέσματα, όπως αποτελεί η βασική έρευνα, μπορεί να υποτιμάται ακόμα ως αποτέλεσμα "χρηματιστηριακής μυωπίας". Αυτό έχει αντίκτυπο στις καινοτομίες και στην τεχνολογική ανάπτυξη καθώς επίσης και στη μακροχρόνια οικονομική ανάπτυξη αφού πρόθεση και συνεισφορά της βασικής έρευνας είναι να αυξήσει την υπάρχουσα γνώση που απαιτείται στην εφαρμοσμένη έρευνα. Μια μεταβολή στις δαπάνες

¹¹ Renneboog L. j. Mc Cahery. P. Moerland, T. Raaijmakers, Convergence and diversity or corporate governance regimes and capital markets, Oxford University Press, 2000, σελ. 54

για έρευνα και ανάπτυξη για χάρη των βραχυχρόνιων θετικότερων αποτελεσμάτων ίσως να έχει αποτέλεσμα την αύξηση του ρυθμού παραγωγής μακροχρόνια και επομένως κάθε σχεδιασμός για την κατανομή των δαπανών θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη πλήθος παραγόντων.

Οι υπεύθυνοι για τη δημιουργία και την εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να έχουν ιδιαίτερη προσοχή στις συνέπειες της μείωσης της χρηματοδότησης για βασική έρευνα.

Απορρίπτοντας προγράμματα των οποίων οι αποδόσεις δεν επαρκούν για να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις των μετόχων για ταχύτερες αποπληρωμές των επενδύσεων τους, δεν έχει ως επακόλουθο ότι και οι managers είναι αναποτελεσματικοί ή ένοχοι. Ωστόσο, η ευθυγράμμιση των συμφερόντων των managers -μέσω σχεδίων των απολαβών των στελεχών της διεύθυνσης- με αυτά των μετόχων είναι πιθανόν να οδηγήσει στον περιορισμό της υιοθέτησης της βραχυχρόνιας συμπεριφοράς.

Όταν οι απολαβές των managers είναι άμεσα συναρτώμενες με μετοχές, τότε οι managers έχουν ένα κίνητρο να μεγιστοποιήσουν τα βραχυχρόνια αποτελέσματα με σκοπό την αύξηση των ιδίων ωφελειών. Επομένως οι managers μπορούν να μεγιστοποιήσουν τα συνολικά οφέλη τους υιοθετώντας επενδυτικά σχέδια τα οποία μεγιστοποιούν σε βραχύ διάστημα τα επιδιωκόμενα αποτελέσματα και ρευστοποιώντας τις μετοχές τους, ώστε μετακινούμενοι σε διαφορετική επιχείρηση, έχοντας στις αποσκευές τους τη φήμη, για την αύξηση της μετοχής, και της απόδοσης των επενδύσεων των μετόχων από την προηγούμενη τους εταιρία να βρίσκονται σε πλεονεκτική θέση.

Όπως διαπιστώνεται από τα παραπάνω, ενώ η αποζημίωση των managers συναρτάται άμεσα με την πορεία της μετοχής και κατ' επέκταση της εταιρίας γεγονός το οποίο ευθυγραμμίζεται με τα συμφέροντα και των μετόχων, ωστόσο αυτό ως κίνητρο συχνά αποκλίνει από τους γενικότερους στόχους της επιχείρησης.

Insider System

Το insider system συναντάται κυρίως στην Ευρώπη (με εξαίρεση το Ην. Βασίλειο), στην Ιαπωνία και τη Κορέα, χαρακτηρίζεται από συγκεντρωτική ιδιοκτησία ή/και δικαίωμα ψήφου καθώς επίσης και από ένα μεγάλο αριθμό ενδο- επιχειρησιακές σχέσεις και εταιρίες συμμετοχών. Θεσμικοί επενδυτές όπως συνταξιοδοτικά ταμεία, αμοιβαία κεφάλαια και ασφαλιστικές εταιρίες κατέχουν ένα σαφώς πιο περιορισμένο ρόλο σε σχέση με την περίπτωση του outsider system. Οικογενειακός έλεγχος των επιχειρήσεων, στενές σχέσεις με τις τράπεζες, σταυροειδής συμμετοχή και πυραμιδοειδής δομές συμμετοχικών εταιριών είναι τα κυρίαρχα χαρακτηριστικά του insider system.

Η σημασία αυτών των χαρακτηριστικών είναι τέτοια που επιτρέπουν στους μετόχους της εταιρίας να εξασκούν τον έλεγχο σε αυτή με σχετικά χαμηλό κόστος. Οι μεγαλομέτοχοι της εταιρίας έχουν το κίνητρο να ασκήσουν έλεγχο στη διεύθυνση και παράλληλα την απαραίτητη ισχύ για να επηρεάσουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων.

Η βασική σύγκρουση που λαμβάνει χώρα στο παρόν σύστημα είναι ανάμεσα στους μετόχους με μεγάλο ποσοστό συμμετοχής στο κεφάλαιο (block holders) και τους αδύναμους -μικρομετόχους και managers.

Όταν η ισχύς της ψήφου, είναι συγκεντρωμένη αλλά η ιδιοκτησία διασκορπισμένη, ο ρόλος των managers ενδυναμώνεται, ειδικότερα μάλιστα αν οι μεγαλομέτοχοι είναι παράλληλα και managers. Βασισμένο σε αυτό, είναι το επιχείρημα που χρησιμοποιείται για την εφαρμογή της αρχής ψηφοφορίας μια μετοχή μια ψήφος. Η αδυναμία άσκησης ελέγχου και στην περίπτωση του outsider system ενδυναμώνει τη διεύθυνση, ωστόσο με την αρχή μια μετοχή μια ψήφος οι εξαγορές είναι πιθανές.

Με διασκορπισμένη ιδιοκτησία και συγκεντρωμένο voting power οι εξαγορές ουσιαστικά είναι αδύνατες. Επιπλέον, όταν υπάρχει διαφορά ανάμεσα στα δικαιώματα ταμειακών ροών και στα δικαιώματα ψήφου, η τάση για αποκόμιση ιδίων ωφελειών είναι εντονότερες καθώς και η δημιουργία συννομωσιών ανάμεσα σε managers και μεγαλομετόχους είναι πιθανότερη. Στην ηπειρωτική Ευρώπη οι managers συχνά πιέζονται για να μεγιστοποιήσουν τις αποδόσεις των μεγαλομετόχων δίχως ωστόσο αυτό να συνεπάγεται ότι μεγιστοποιούνται και οι αποδόσεις των υπολοίπων. Για παράδειγμα, σε πυραμιδοειδής επιχειρήσεις οι μικρομέτοχοι μπορούν να απαλλοτριώσουν μέσω εσωτερικών - στον όμιλο- μεταφορών από τους μεγαλομετόχους που ελέγχουν τον όμιλο. Οι μεγαλομέτοχοι επίσης θα μπορούσαν να συμφωνήσουν να ψηφίσουν ευνοϊκά με τις "συμφέροντες" προτάσεις της διεύθυνσης και να αποζημιωθούν από επιμέρους πληρωμές.

Αυτά τα κίνητρα προκύπτουν από το γεγονός ότι οι μεγαλομέτοχοι πιστώνονται ένα ποσοστό από τα κόστη των πληρωμών προκαθορίζοντας το μέρισμα που συνδέεται με το ταμειακή ροή τους, αλλά απολαμβάνουν τη πλήρη ωφέλεια που συνδέονται με κάθε πλευρά πληρωμής.

Μία από τις συνέπειες της πίεσης που ασκείται στους μεγαλομετόχους είναι ότι αυξάνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων καθώς οι μικρομέτοχοι απαιτούν ένα premium στις εκδοθείσες μετοχές. Το πρόβλημα αυτό μπορεί να γίνει ιδιαίτερα οξύ σε περίπτωση που όλοι οι μικροεπενδυτές δεν έχουν επαρκή νομική προστασία για να διασφαλίσουν απόδοση στις επενδύσεις τους, αυτό οδηγεί στην έλλειψη ρευστότητας καθώς οι επενδυτές παρακρατούν μέρος των κεφαλαίων τους αλλά και σε απουσία διασποράς κινδύνου ως συνέπεια της έλλειψης ρευστότητας στην αγορά.

Οι κεφαλαιακές αγορές, με βάση τα παραπάνω, στα insider system τείνουν να είναι λιγότερο καλά ανεπτυγμένα σε σχέση με το outsider system. Από την άλλη πλευρά, η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία ενθαρρύνει περισσότερο τις μακροχρόνιες σχέσεις ανάμεσα στους stakeholders και αυτό με τη σειρά του μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερες επενδύσεις σε συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας με ευνοϊκές εξελίξεις για κερδοφορία στο συνεχές μέλλον.

➤ Ο Ρόλος Των Τραπεζών Στην Εταιρική Διακυβέρνηση

Οι διαφορές στα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης είναι άμεσα επηρεαζόμενα από το κόστος του κεφαλαίου, την διαθεσιμότητα αυτού καθώς και από τον τύπο χρηματοδότησης στις εταιρίες. Στην περίπτωση που η ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών αγορών συνδέεται με την οικονομική ανάπτυξη γενικότερα τότε αυτό μπορεί να έχει αντίκτυπο στη οικονομική ευημερία. Γι'αυτά όλα αυτά αυτό ίσως να μην είναι σημαντικό θέμα στην περίπτωση που υπάρχουν άλλες πηγές χρηματοδότησης στην επιχείρηση.

Γι' αυτό το λόγο , στα insider system δίνεται μεγαλύτερη έμφαση στις τράπεζες ως οι κύριοι προμηθευτές εξωτερικής χρηματοδότησης και η σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια είναι συνήθως υψηλή.

Οι σχέσεις ανάμεσα σε τράπεζες και επιχειρήσεις, οι τράπεζες σε insider system τείνουν να διατηρούν περισσότερο περίπλοκες και μακροχρόνιες σχέσεις με τις επιχειρήσεις. Στην Ιαπωνία, τη Κορέα και τις χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης, οι εμπορικές τράπεζες παίζουν ένα σημαντικό ρόλο στη διακυβέρνηση των εταιριών. Συχνά οι τράπεζες επιλέγουν μέλη στο διοικητικό συμβούλιο και ασκούν αξιοσημείωτη εξουσία και έλεγχο στην εταιρία με την οποία συνεργάζονται. Το πλεονέκτημα σ' ένα τραπεζοκεντρικό σύστημα είναι ότι οι τράπεζες ασκούν σημαντικό έλεγχο σε λειτουργίες φιλτραρίσματος, μειώνοντας το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης. Η στενή σχέση ανάμεσα στις τράπεζες και στον πελάτη / επιχείρηση στο insider system έχει αποτέλεσμα μεγαλύτερη πρόσβαση σε ενημέρωση μειώνοντας με αυτό τον τρόπο το κόστος απόκτησης κεφαλαίου για την επιχείρηση. Ωστόσο η τροφοδότηση με πληροφορίες σε ένα τραπεζοκεντρικό σύστημα βασίζεται στην εμπιστοσύνη, το οποίο έρχεται σε αντίθεση με τις απαιτήσεις για δημόσια και πλήρη ενημέρωση που συνδέεται με το outsider system.

Το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης γίνεται ιδιαίτερα σημαντικό στην επαναχρηματοδότηση αποτυχημένων εταιριών. Η αδυναμία της ικανότητας των πιστωτών να διαχωρίσουν εταιρίες με θετικές και αρνητικές προοπτικές κατά τη διάρκεια μάλιστα αρνητικού οικονομικού κλίματος μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα σαφώς πρόωρες ρευστοποιήσεις.

Στα insider systems, με τις στενότερες σχέσεις ανάμεσα στις τράπεζες και τις επιχειρήσεις τέτοια προβλήματα πληροφόρησης μπορούν να μετριασθούν και να συμβάλλουν στην πιο αποτελεσματική κατανομή των διαθέσιμων πόρων. Επίσης οι τράπεζες στα insider system κατέχουν ένα σημαντικό ρόλο στην ανοικοδόμηση εταιριών με χαμηλή απόδοση και είναι συχνή η περίπτωση που οι θεσμικοί επενδυτές στις ΗΠΑ και το Ην. Βασίλειο να παρεμβαίνουν έστω και αργά στην ανοικοδόμηση των αποτυχημένων επιχειρήσεων.

Τα insider systems, χαρακτηρίζονται από μικρής και σχετικά χαμηλής ρευστότητας κεφαλαιακές αγορές ενώ η απουσία των venture capital markets και η εξάρτηση από δανειοδοτήσεις αποτελούν ανασταλτικούς παράγοντες για την ανάπτυξη ακμαίων και αποδοτικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Οι νέες επιχειρήσεις θα συναντήσουν δυσκολίες για την εύρεση χρήματος, αφού δεν θα έχουν μακροχρόνιες σχέσεις με πιστωτικά ιδρύματα ούτε κάποια θετικά επιτεύγματα του παρελθόντος ως εγγύηση προς αυτά. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι τράπεζες τείνουν να είναι αρκετά επιφυλακτικές στην πιστωτική τους πολιτική, καθώς αντιμετωπίζουν με ιδιαίτερη δυσπιστία τα νέα "starts up". Οι τράπεζες γενικά είναι λιγότερο πρόθυμες να αναλάβουν το ρίσκο σε σχέση με τους μετόχους μιας επιχείρησης, ωστόσο η στενή σχέση που αναπτύσσεται ανάμεσα τους τείνει να μειώνει το θέμα της ασύμμετρης πληροφόρησης και των ρίσκων που συνδέονται με την ανασφάλεια. Γι' αυτό το λόγο οι μακροχρόνιες σχέσεις με τράπεζες μειώνουν τις αποκλίσεις που ευνοούν βραχυχρόνια αποτελέσματα στην απόδοση των επιχειρήσεων.

Συνήθως το χαμηλό κόστος του κεφαλαίου ενθαρρύνει μακροχρόνιες επενδύσεις, γι' αυτό οι επενδύσεις που χαρακτηρίζονται

από υψηλό κόστος συνήθως λαμβάνουν χώρα σε εταιρίες με συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που βασίζονται σε μακροχρόνιες σχέσεις με πιστωτικά ιδρύματα, χωρίς αυτό να σημαίνει βέβαια ότι δεν μπορεί να συμβεί και το αντίθετο.

- Μακροχρόνιες Σχέσεις : ενδοεταιρικές συμμετοχές και δεσμεύσεις

Το Outsider system, με ευρεία διασκορπισμένη ιδιοκτησία όπου οι μέτοχοι μπορούν να έχουν σχέσεις και με τους υπόλοιπους stakeholders δίχως να επιμερίζονται κανένα κόστος, αποθαρρύνει κάποιες επενδύσεις στην επιχείρηση. Ο εστιασμός στα insider systems είναι στη δημιουργία μακροχρόνιων σχέσεων ανάμεσα στους συμβατικούς συνεταίρους της επιχείρησης. Σημειώνεται ότι, η συνεχής ανάπτυξη τέτοιων σχέσεων ανάμεσα σε αυτές τις ομάδες, συμπεριλαμβανομένων των τραπεζών, του εργατικού δυναμικού και των πελατών, προωθούν μεγαλύτερες επενδύσεις στα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας, ωστόσο πρέπει να αναφερθεί ότι, οι μακροχρόνιες σχέσεις και οι δεσμεύσεις για την παραγωγικότητα των επιχειρήσεων ποικίλουν από κλάδο σε κλάδο.¹²

Η ταυτότητα των ιδιοκτητών της επιχείρησης μπορεί να έχει σημαντικές οικονομικές επιπτώσεις. Η ιδιοκτησία μιας επιχείρησης από την άλλη, αποτελεσματικά μειώνει τα κόστη και τα προβλήματα καθυστέρησης που συνδέονται με κίνητρα ανάπτυξης ευκαιριακής συμπεριφοράς. Σε αυτή τη περίπτωση οι stakeholders, έχουν μεγαλύτερο κίνητρο σε συγκεκριμένων ειδών επενδύσεις. Από την άλλη πλευρά, πολύπλοκα συστήματα ιδιοκτησίας και μεγαλομέτοχοι μπορούν να

¹² C. Mayer, Corporate Governance, Competition And Performance, OECD Economic Studies, 1996 σελ. 7-34

εμποδίσουν την ανοικοδόμηση εταιριών και βιομηχανιών και να μειώσουν την προσαρμοστικότητα των εταιριών να ανταποκριθούν στις νέες αλλαγές και στην παγκοσμιοποίηση. Ένα από τα βασικά προβλήματα με τα πολύπλοκα καθεστώτα συμμετοχών και η σταυροειδής μετοχική σύνθεση της επιχείρησης είναι ότι οι insiders οφείλουν, όχι πάντα, να κατέχουν αναμφισβήτητη πλειοψηφία για την διατήρηση του ελέγχου.

Όσον αφορά τα πυραμιδοειδή group, προσφέρουν ευρεία πρόσβαση σε κεφάλαιο, έχουν ορισμένα από τα πλεονεκτήματα που συνδέονται με τη διασκορπισμένη ιδιοκτησία, ενώ μειώνονται σημαντικά τα κόστη από το πρόβλημα εντολέα - εντολοδόχου και τον έλεγχο στη διεύθυνση.

Ωστόσο αυτός ο τύπος της δομής του ομίλου είναι ιδιαίτερα επιρρεπείς σε απαλλοτριώσεις και στην έλλειψη διαφάνειας. Οι κεφαλαιακές σχέσεις που αναπτύσσονται μέσω των σταυροειδών συμμετοχών από την άλλη πλευρά διευκολύνουν στρατηγικές συμμαχίες και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να δημιουργήσουν ένα σημαντικό πυρήνα.

Περίπλοκα σχέδια ιδιοκτησίας εξυπηρετούν στην προστασία τόσο του ομίλου όσο και χαμηλότερου επίπεδου συμμετοχών από εχθρικές εξαγορές. Για παράδειγμα, μακροχρόνιες σχέσεις ανάμεσα σε επιχειρήσεις ισχυροποιούνται από σταυροειδής συμμετοχές και μπορεί να περιορίσουν τις δυνατότητες για μεταφορά μεριδίων ιδιοκτησίας. Ως αποτέλεσμα η αγορά για επιχειρησιακό έλεγχο σε insider systems είναι λιγότερο ανεπτυγμένο από ότι στα outsider systems. Η απουσία μιας αποτελεσματικής αγοράς για επιχειρησιακό έλεγχο ίσως να εμποδίζουν την ανάπτυξη μιας διεθνούς βάσης παραγωγής και μπορεί να προλάβει επιχειρήσεις να εισέλθουν μέσω τοπικών εξαγορών.

Ενώ οι μακροχρόνιες σχέσεις ανάμεσα σε επιχειρήσεις και προμηθευτές μπορούν να βοηθήσουν στην μεγιστοποίηση των κερδών, οι διαδοχικές αυξήσεις στη συγκέντρωση της βιομηχανίας μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα σε συνωμοτικές συμπεριφορές που μπορούν να εξασθενήσουν το γενικό επίπεδο ανταγωνισμού στην αγορά.

Αυτό υποδηλώνει ότι το insider system της εταιρικής διακυβέρνησης ίσως χρειάζεται να δείξει ιδιαίτερη προσοχή στην ισχυροποίηση της πολιτικής του ανταγωνισμού και την εισαγωγή προϋποθέσεων για τους νεοεισερχόμενους στην αγορά.

ΑΙΤΙΕΣ ΔΙΑΦΟΡΕΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Στο παρόν σημείο παρουσιάζονται ορισμένοι από τους κυριότερους παράγοντες που επηρεάζουν καθοριστικά τη διαμόρφωση αρχών εταιρικής διακυβέρνησης και συντελούν στη διαφοροποίηση αυτών από χώρα σε χώρα.

➤ Νομοθεσία

Οι νομικές ερμηνείες όσον αφορά τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης διαφέρουν σημαντικά από το τυπικό σύστημα των ΗΠΑ το οποίο διακρίνεται από τη συμμετοχή πολλών μετόχων στην ιδιοκτησία σε αντίθεση με άλλες προηγμένες οικονομίες.¹³

¹³ R.L.Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, "Corporate Governance Around the World", Journal of Finance 471, 1999

Σημειώνεται ότι, το παρόν πρότυπο των ΗΠΑ περιορίζεται σε χώρες που εφαρμόζουν το άγραφο, εθιμικό δίκαιο (common law). Στο Ην. Βασίλειο η σύνδεση ανάμεσα στη διασκορπισμένη ιδιοκτησία και στο εθιμικό δίκαιο έχει αποδοθεί στο γεγονός ότι τα βρετανικά δικαστήρια έπαψαν να είναι υπόλογα στο Στέμμα και μετέφεραν τις αρμοδιότητες τους στο Κοινοβούλιο. Τα δικαστήρια ήλθαν να προστατέψουν τους επενδυτές όχι μόνο έναντι των απαλλοτριώσεων από το μοναρχικό καθεστώς αλλά και από τις εσωτερικές συνδιαλλαγές του Στέμματος.

Σε χώρες που εφαρμόζουν το αστικό δίκαιο, ωστόσο, το κράτος διατηρεί τον έλεγχο στις επιχειρήσεις αντιστεκόμενο στην αύξηση των επιρροών, αφήνοντας τους επενδυτές σχετικά απροστάτευτους. Στις χώρες με αστικό δίκαιο, υπάρχει τάση απέναντι στη συγκεντρωμένη ιδιοκτησία, το οποίο μπορεί να εξηγηθεί με δύο διαφορετικούς τρόπους: είτε ως έκφραση της ρουσφετολογίας είτε ως μηχανισμός ελέγχου για την πρόληψη καταχρήσεων γεγονός το οποίο στις χώρες με άγραφο, εθιμικό δίκαιο είναι αντικείμενο νομικών διαβουλεύσεων.¹⁴

Υπάρχουν ωστόσο προβλήματα σχετικά με το επιχείρημα ότι οι χώρες με αστικό δίκαιο προσφέρουν λιγότερη προστασία στους μικροεπενδυτές εξαιτίας της έλλειψης εκτεταμένων κεφαλαιακών αγορών. Πρώτα από όλα δεν εφαρμόζεται ικανοποιητικά στην Ιαπωνία, μια χώρα που επηρεάζεται άμεσα από τη Γερμανική νομοθεσία. Παρόλο τις σταυροειδές συμμετοχικές επιχειρήσεις και τη μεγάλη ιδιοκτησία, η Ιαπωνία ωστόσο διαθέτει μια μεγάλη και ρευστή αγορά για εταιρικά κεφάλαια. Δεν φαίνεται να είναι αλήθεια ότι οι χώρες με εθιμικό δίκαιο

¹⁴ S.M. Jacoby, "Corporate Governance in Comparative Perspective: Prospects for Convergence" *Comparative Labor Law & Policy Journal*, 2001

λειτουργούν καλύτερα όσον αφορά την προστασία των μικροεπενδυτών. Στα μέσα του 19^{ου} αιώνα, οι εταιρίες στις ΗΠΑ καθώς και αυτές στην Ευρώπη είχαν ψηφίσει σχήματα τα οποία ήταν υπέρ των μικροεπενδυτών επιτρέποντας το σύστημα μια ψήφος ανά επενδυτή- ή κάποια ιεραρχική κλίμακα-από το σύστημα μια ψήφος μια μετοχή. Ωστόσο αυτά τα δημοκρατικά σχήματα ψηφοφορίας, άρχισαν να εξαφανίζονται στις ΗΠΑ προσφέροντας δυσανάλογα μεγάλη δύναμη στους μεγαλομετόχους, ενώ σε περιοχές όπως στη Γαλλία και τη Γερμανία καθώς και σε άλλες χώρες, τα συστήματα με graduated voting scales διατηρήθηκαν για μεγαλύτερο διάστημα μέχρι και τον 20^ο αιώνα.¹⁵

➤ Πολιτική

Άλλος ένας παράγοντας που επηρεάζει την κατάταξη των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης είναι αυτά με συμμετοχή και ιδιοκτησία των τραπεζών στις επιχειρήσεις, όπως στη Γερμανία και την Ιαπωνία καθώς και αυτά στα οποία οι τράπεζες παίζουν ένα σχετικά ασήμαντο ρόλο, όπως στις ΗΠΑ και στο Ην. Βασίλειο. Η διαφοροποίηση αυτή στηρίζεται στις πολιτικές παραδόσεις κάθε χώρας.

Στις ΗΠΑ η λαϊκή δυσπιστία για τη συγκέντρωση χρηματοοικονομικής δύναμης οδήγησε σε νομοθετικούς περιορισμούς στη δημιουργία πανεθνικών τραπεζών και αργότερα στο Glass-Steagall Act που αναφερόταν στον διαχωρισμό ανάμεσα σε εμπορικές και επενδυτικές τραπεζικές λειτουργίες. Έτσι, οι τράπεζες στις ΗΠΑ, δεν έγιναν ποτέ τόσο

¹⁵ Faccio Mara, Larry H.P. Lang, The Ultimate Ownership Of Western European Corporations, Journal Of Financial Economics, σελ. 365-395,2002

μεγάλες όσο οι αντίστοιχες σε άλλα κράτη, με τη δυνατότητα να επενδύουν στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων ή να ελέγχουν τους managers των εταιριών.¹⁶

Υπάρχει μια έμμεση υπόθεση ότι οι πολιτικοί μπορεί να εμπλακούν στην ανάπτυξη αποδοτικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης στις ΗΠΑ ενώ στα πλαίσια των νομικών ερμηνειών υπερασπιζόμενων από τους νεοκλασικούς οικονομολόγους η υπόθεση έγκειται στο ότι σε χώρες με εθιμικό δίκαιο έχουν συστήματα διακυβέρνησης τα οποία παρουσιάζουν μεγάλη απόδοση και συντελούν στην οικονομική ανάπτυξη.

Σε όλα τα παραπάνω, πρέπει να προστεθεί ένα επιχείρημα όσον αφορά, τις κοινωνικές διαφορές, οι ΗΠΑ ήταν μια χώρα, στην οποία οι μεγάλες εταιρίες εμφανίστηκαν νωρίτερα από τις μεγάλες και ισχυρές κυβερνήσεις, αντίθετα από ότι συνέβηκε στην Ευρώπη και την Ιαπωνία. Πριν την περίοδο του New Deal, οι ΗΠΑ είχαν την πιο αδύνατη κυβέρνηση σε ολόκληρο τον ανεπτυγμένο κόσμο, προσφέροντας στις επιχειρήσεις μονοπώλιο επιρροής στην πολιτική και στους θεσμούς. Προσπάθειες, τιθάσευση της οικονομίας και των επιχειρήσεων στο δημόσιο συμφέρον βρήκαν σφοδρές αντιδράσεις από επιχειρηματίες, μέχρι και τη περίοδο του New Deal, όπου η ομοσπονδιακή κυβέρνηση διεύρυνε τις κανονιστικές της αρμοδιότητες υποχρεώνοντας την συμμετοχή των εργαζομένων στη διακυβέρνηση της εταιρίας μέσω συλλογικών συμβάσεων.

Σε άλλες βιομηχανοποιημένες χώρες, συγκεντρωτικές κυβερνήσεις υπήρχαν πριν από την άνοδο και την ισχυροποίηση μεγάλων

¹⁶ R. L. Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, "Investment Protection and Corporate Governance" Journal of Financial Economics 58, 2000

επιχειρήσεων. Επομένως όταν κολοσσοί επιχειρήσεων εμφανίστηκαν στα τέλη του 19ου αιώνα και στις αρχές του 20ου , ενσωματώθηκαν άμεσα στην υφιστάμενη πραγματικότητα του ημι αυτόνομου περιβάλλοντος.

Τέλος μια τρίτη προσέγγιση είναι να παράγοντας προόδου ένα τραπεζοκεντρικό σύστημα ως μηχανισμοί για την ενίσχυση της βιομηχανοποίησης σε αργά αναπτυσσόμενες χώρες. Η χρησιμότητα ενός τέτοιου επιχειρήματος βοηθά, στην εξήγηση των ιδιαιτεροτήτων του Ην Βασιλείου, το οποίο δεν συμφωνεί με τις προαναφερόμενες πολιτικές εξηγήσεις. Το Ην. Βασίλειο παρόλο που δεν είχε ποτέ τραπεζικούς περιορισμούς όπως οι ΗΠΑ, δεν ανέπτυξε ποτέ τραπεζοκεντρικό σύστημα χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και παρόλο που οι κυβερνήσεις του ήταν σχετικά κεντρικές.

Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι, η Μ. Βρετανία ήταν το πρώτο βιομηχανοποιημένο κράτος και ως τέτοιο, δεν αναγκάστηκε ποτέ να "τρέξει" για να προλάβει το τραίνο της βιομηχανοποίησης, όπως η Γερμανία και η Ιαπωνία, και αυτή η πρωτοπορία , της επέτρεψε να διαπράξει κοινωνικά "σφάλματα" που για τους επόμενους ήταν ήδη απαγορευμένο να μη τα επαναλάβουν.

➤ Κοινωνικά Κανονιστικά Πλαίσια και Νόρμες

Η άποψη αυτή υποστηρίζει ότι η δομή των εταιριών είναι αποτέλεσμα κοινωνικών και πολιτισμικών προτύπων παρά των οικονομικών δυνάμεων, και επομένως η διάκριση ανάμεσα σε "κοινωνικό" και "οικονομικό" στηρίζεται σε κάτι ασαφές δεδομένο ότι, οι αγορές είναι διαδικασίες κοινωνικά εμπεδωμένες στο χρόνο και στο χώρο. Λαμβάνοντας υπόψη το παραπάνω, η οργανωτική μορφή των

επιχειρήσεων είναι ελεύθερη, καθώς οι δυνάμεις της αγοράς δεν επιλέγουν την πιο αποδοτική μορφή .

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το γεγονός ότι , οι ευρωπαίοι managers δίνουν ιδιαίτερο βάρος στα συμφέροντα των εργαζομένων τους, ακόμα και σε περιπτώσεις που δεν το επιθυμούν, επειδή δεν θέλουν να έρθουν σε αντίθεση με τις υπάρχουσες κοινωνικό-δημοκρατικές νόρμες που θέλουν την επιχείρηση να είναι υπόλογος έναντι των εργαζομένων της.¹⁷

Επίσης σημαντικός κοινωνικός παράγοντας διαφοροποίησης ανάμεσα στη διακυβέρνηση των επιχειρήσεων, ιδιαίτερα ανάμεσα στις ΗΠΑ και στην ηπειρωτική Ευρώπη, έχει να κάνει με την ομοιογένεια εθνική και φυλετική που οδήγησε στην καθυστερημένη απελευθέρωση των μαζών, τους χαμηλούς δείκτες κοινωνικής κινητικότητας και ένα κυρίαρχο σύστημα αξιών που είναι περισσότερο συλλογικό και λιγότερο ατομικό σε σχέση με τις ΗΠΑ.

ΣΥΓΚΛΗΣΗ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, η οποία χαρακτηρίζεται από την ραγδαία άνοδος του αμερικάνικου χρηματιστηρίου και την παγκοσμιοποίηση των οικονομικών αγορών, υπήρχαν σημάδια όπου τα συγγενικά συστήματα διακυβέρνησης της ηπειρωτικής Ευρώπης και της Ιαπωνίας άρχισαν να προσεγγίζουν το αγγλοαμερικανικό σύστημα επιχειρώντας να αποκτήσουν πλεονέκτημα από το γόητρο και τα ταμεία που συνδέονται με τις αμερικάνικες κεφαλαιακές αγορές, ένας μεγάλος

¹⁷ M. Roe, "Political Preconditions to Separating Ownership from Control: The Incompatibility of the American Public Firm with Social Democracy, Stanford Law Review 539, 2000

αριθμός ξένων εταιριών προσπαθούν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ. Για να διεκπεραιώσουν τις συναλλαγές θα πρέπει να ικανοποιούν δεδομένες προϋποθέσεις, συγκεκριμένα οι εταιρίες οφείλουν να υιοθετήσουν τα αμερικάνικα standards , όπως να περιλαμβάνουν στο διοικητικό συμβούλιο 2 τουλάχιστον outside directors, και να προσφέρονται ίσες ευκαιρίες σε όλους τους μετόχους να συμμετέχουν σε επίσημες προσφορές κλπ.

Επίσης άλλη δύναμη που ωθεί στη σύγκληση των δύο συστημάτων έχει να κάνει με την οικονομική στασιμότητα που εμφανίζεται τόσο στην Ευρώπη όσο και στην Ιαπωνία ιδιαίτερα μάλιστα σε σχέση με την οικονομική ανάπτυξη που παρατηρείται στις ΗΠΑ. Επομένως έγινε αντιληπτό σε πολλούς και συγκεκριμένα σε αυτούς που διαμορφώνουν την πολιτική, ότι η ανομοιογένεια στην πορεία των οικονομιών οφείλεται εν μέρει και σε παράγοντες διακυβέρνησης, και επομένως η λύση για την αντιμετώπιση του προβλήματος θα μπορούσε να ήταν η υιοθέτηση του αμερικάνικου συστήματος.

Ωστόσο, η μεταβολή των συστημάτων διακυβέρνησης τόσο στην Ευρώπη όσο και στην Ιαπωνία, δεν μπορεί να εξηγηθεί μόνο από την οικονομική άνοδο που παρατηρείται στις ΗΠΑ σε σχέση με τις άλλες αγορές. Αλλά υπάρχουν και αιτίες καθαρά τοπικές, όπως είναι η αντίδραση της κοινωνίας που οδήγησε σε εκ νέου ενδιαφέρον για παροχές ιδιωτικές ασφαλίσεις και στους managers των ασφαλιστικών ταμείων καθώς και για αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων στις επενδύσεις των κεφαλαίων τους.

Το πρόβλημα του εντολέα εντολοδόχου (agency problem) εμφανίζεται εξαιτίας του διαχωρισμού ανάμεσα στην ιδιοκτησία και στον

έλεγχο της επιχείρησης και βάση αυτού εγείρεται η ανάγκη για ένα θεσμικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης το οποίο ενδυναμώνει την ευθύνη της διεύθυνσης και θα ενθαρρύνει τους managers να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη από τα επιδιώξουν την ικανοποίηση των ιδίων στόχων.

Επιπρόσθετα, ένα σωστό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης οφείλει να παρέχει προστασία στους μικρομετόχους από ευκαιριακή συμπεριφορά είτε από managers ή μεγαλομετόχους ενώ ταυτόχρονα ενθαρρύνει αποδοτικές επενδύσεις από τους stakeholders.

Παρό' όλα αυτά, οι ταχείς ρυθμοί παγκοσμιοποίησης των κεφαλαιακών αγορών και την απελευθέρωση των διεθνών αγορών έχουν δημιουργήσει ένα περιβάλλον στο οποίο διαφορές στην εταιρική διακυβέρνηση το οδηγούν στο να είναι λιγότερο άκαμπτο. Στις αγορές του μοντέλου shareholder, αναπτύσσεται με γοργούς ρυθμούς η εκτίμηση για ισχυρά κίνητρα ελέγχου που συνδέονται με διασκορπισμένη ιδιοκτησία.

Θεσμικοί επενδυτές και συνταξιοδοτικά ταμεία στις ΗΠΑ και στο Ην. Βασίλειο γίνονται ενεργοί συμμετέχοντες στην διακυβέρνηση των επιχειρήσεων στις οποίες κατέχουν σημαντικό μερίδιο στα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας. Οι αγορές venture capital έχουν επίσης αναπτύξει τη διευκόλυνση της εξωτερικής χρηματοδότησης στις κλειστές επιχειρήσεις.

Οι δυνάμεις συγκλήσεις και από τις δύο πλευρές των συστημάτων είναι αποτέλεσμα της παγκοσμιοποίησης των χρηματοοικονομικών αγορών. Οι επιχειρήσεις και ιδιαίτερα οι μεγάλες πολυεθνικές σε μια προσπάθεια για βελτίωση της παραγωγικότητας τους και προσέλκυσης

ξένων κεφαλαίων, είναι πρόθυμες να υιοθετήσουν τις καλύτερες πρακτικές (best practices) των υπαρχόντων συστημάτων.

Για παράδειγμα η αύξηση κεφαλαίου μέσω ξένων χρηματιστηρίων, όπου οι stakeholders είναι περισσότερο συγκεντρωμένοι σε επιχειρηματικούς κινδύνους είναι πολύ διαφορετικό από ένα τραπεζοκεντρικό σύστημα, στο οποίο οι τράπεζες ενδιαφέρονται περισσότερο για in the risk of default. Αυτή η αλλαγή στη μέθοδο χρηματοδότησης έχει σημαντικό αντίκτυπο στις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης. Σε πολλά insider systems, η αυξανόμενη σημασία των ξένων επενδυτών ως πηγή χρηματοδότησης -κεφαλαίων, για εισηγμένες εταιρίες, εγείρει τις απαιτήσεις για περισσότερη διαφάνεια και προστασία των μικροεπενδυτών. Οι πλήρεις συνέπειες των σύγχρονων εξελίξεων είναι δύσκολο να προβλεφθούν, αλλά φαίνεται να είναι μια ολοκληρωτική τάση σε ένα σημαντικό βαθμό σύγκλησης των συστημάτων διακυβέρνησης, με το insider system να υιοθετεί κάποια χαρακτηριστικά των outsider system και εναλλάξ.

Παρά την εξάπλωση της παγκοσμιοποίησης σε όλους τους τομείς, πόσο μάλλον σε αυτόν της οικονομίας, η διαφορετικότητα στα συστήματα διακυβέρνησης των επιχειρήσεων εξακολουθεί να υφίσταται. Για την εξήγηση του παραπάνω, υπάρχουν διάφορες αιτίες που καθιστούν τη σύγκληση των συστημάτων εφικτή μέχρι ενός σημείου και όχι ολοκληρωτική. Ορισμένοι από τους είναι, θεσμικές ακαμψίες, η απουσία ενός καλύτερου- σε μικροοικονομικό επίπεδο- μοντέλου εταιρικής διακυβέρνησης και τέλος οι αμφιβολίες που προκύπτουν από διάφορες πλευρές σχετικά με την αναγκαιότητα ανασχηματισμού των συστημάτων διακυβέρνησης για τη βελτίωση των αποδόσεων σε μακροοικονομικό επίπεδο.

Ωστόσο, πιο αναλυτικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι, υπάρχουν τουλάχιστον τρία κύρια επιχειρήματα που αντιδρούν στην υπόθεση της σύγκλισης των συστημάτων. Πρώτα απ' όλα, τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης είναι γερά συνδεδεμένα με κανονιστικές παραδόσεις στους χώρους της εργασίας, της τραπεζικής, της φορολογίας θέματα που είναι δύσκολο σχετικά να τροποποιηθούν στο άμεσο μέλλον.

Επίσης τα συστήματα διακυβέρνησης δεν βρίσκονται απομονωμένα, αντίθετα συνδέονται με τις μεθόδους που η εταιρία ανταγωνίζεται στην παγκόσμια οικονομία. Τέλος, οι διεθνείς πιέσεις σε κοινές πρακτικές περιορίζονται από την εγχώρια πολιτική σε κάθε κράτος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η Ελλάδα δεν ακολουθεί απλώς τις διεθνείς τάσεις αλλά αποτελεί μέλος της διεθνούς επιχειρηματικής κοινότητας, επομένως και οι προοπτικές εξέλιξης των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα θα είναι σημαντικές. Ειδικά στις ελληνικές επιχειρήσεις, όπου τα διοικητικά συμβούλια απαρτίζονται συνήθως από τα μέλη μιας οικογένειας. Η ταχεία ανάπτυξη της χρηματαγοράς απαιτεί περισσότερο δομημένα μοντέλα διοίκησης. Η αναζήτηση επικεντρώνεται και στη χώρα μας όχι μόνο σε τεχνικά άρτια καταρτισμένους ανθρώπους αλλά και στα στελέχη εκείνα που διαθέτουν ηγετικές ικανότητες.¹⁸

¹⁸ ΤΟ ΒΗΜΑ, Daniel Meiland, Δομημένα μοντέλα διοίκησης, 11-02-2001

Στο παρόν κεφάλαιο διερευνούνται τα βασικά χαρακτηριστικά των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα. Συγκεκριμένα γίνεται αναφορά σε θέματα ιδιοκτησίας και εταιρικής δομής, εξετάζεται η σημασία των θεσμικών επενδυτών, των τραπεζών, της αγοράς στις ανώνυμες εταιρίες καθώς και στη διάρθρωση και λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου, της διεύθυνσης και των εργαζομένων. Επίσης αναφέρεται ο διαχωρισμός ανάμεσα στην ιδιοκτησία και τον έλεγχο, ο ρόλος των μη εκτελεστικών στελεχών καθώς και η διακυβέρνηση της επιχείρησης με τη παρουσία μεγαλομετόχων -μικροεπενδυτών και πως διασφαλίζεται η προστασία των τελευταίων.

Η επίτευξη υψηλού ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης προϋποθέτει συνεχή επενδυτική δραστηριότητα και χαμηλού κόστους χρηματοδότησης. Οι επιχειρήσεις επιζητούν υγιή και χαμηλού κόστους κεφάλαια μέσω της κεφαλαιαγοράς, προσφέροντας νέους μετοχικούς τίτλους διαπραγματεύσιμους στο χρηματιστήριο.

Αναμφισβήτητα, η επιτυχία της ελληνικής οικονομίας εξαρτάται από την αποδοτικότητα και την ανάπτυξη των ελληνικών επιχειρήσεων. Όπως έχει αναφερθεί, η επιχειρηματική επιτυχία προϋποθέτει επαρκή και κατάλληλη επενδυτική δραστηριότητα, η οποία διευκολύνεται αποφασιστικά με τη διερεύνηση των δυνατοτήτων άντλησης επενδυτικών κεφαλαίων μέσω της κεφαλαιαγοράς, ωστόσο προϋποθέτει και τη βελτίωση των όρων διακυβέρνησης των επιχειρήσεων.

Η επίτευξη και διατήρηση ικανοποιητικών επιπέδων αποτελεσματικότητας των επιχειρήσεων και της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα, προϋποθέτει την μείωση του κόστους χρηματοδότησης επενδυτικών σχεδίων. Επαρκής και χαμηλού κόστους χρηματοδότησης

είναι κυρίως το αποτέλεσμα της διαμόρφωσης ευνοϊκού επιχειρηματικού κλίματος, το οποίο με τη σειρά του διασφαλίζεται μεταξύ άλλων από τη σταθερή και συνεχιζόμενη βελτίωση της ανταγωνιστικής ευελιξίας των αναπτυξιακών στρατηγικών των επιχειρήσεων και της διαφάνειας των λειτουργιών τους. Διασφαλίζεται επίσης μέσω της επιτάχυνσης των διαδικασιών έγκαιρης και έγκυρης αποδέσμευσης των απαραίτητων πληροφοριών προς τους ιδιώτες μετόχους τους και τους συμβούλους τους αλλά και προς τους εγχώριους και διεθνείς θεσμικούς επενδυτές. Η Ελλάδα στην προσπάθεια της να παραμείνει στο κέντρο λήψης αποφάσεων με απώτερο σκοπό τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της οικονομίας της θα πρέπει να προχωρήσει ταχύτατα στην ανάληψη πρωτοβουλιών για την ανταγωνιστική συγκρότηση του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των αγορών χρήματος και κεφαλαίου.¹⁹

Η υιοθέτηση διαφανούς και διεθνώς αναγνωρισμένου θεσμικού πλαισίου επιχειρηματικής συμπεριφοράς συμβάλλει επίσης στην ομαλοποίηση προβλημάτων που δύναται να προκύψουν κατά τη διενέργεια διεθνικών χρηματοοικονομικών συναλλαγών και την ανάπτυξη διεθνικών επαγγελματικών συνεργασιών. Αποτυχία υιοθέτησης του κατάλληλου θεσμικού πλαισίου ανάπτυξης επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και συμπεριφοράς θα σημάνει την σε εύθετο χρόνο διαρροή εγχώριας δραστηριότητας σε άλλες χώρες.

Με δεδομένες τις επιταγές αυτές, η διατήρηση της ανταγωνιστικότητας επιβάλλει στις ελληνικές επιχειρήσεις, ιδιαίτερα αυτές που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, να προχωρήσουν στην

¹⁹ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ. 5

ενίσχυση της ευελιξίας των στρατηγικών τους κινήσεων, στην ορθολογική διεύθυνση της μετοχικής τους βάσης αλλά και κυρίως στην αναμόρφωση του πλέγματος των σχέσεων μεταξύ διοίκησης μετόχων και λοιπών συνεργαζόμενων με την επιχείρηση όσο γίνεται ταχύτερα και εγγύτερα προς τους διεθνώς ισχύοντες κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης.

Η συζήτηση όσον αφορά τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης είναι σχετικά καινούργια στην Ελλάδα και είχε ως αποτέλεσμα μια μεγάλη ρύθμιση στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρίες.

Στην Ελλάδα υπάρχουν σε νόμιμη μορφή αρκετές δεκάδες χιλιάδες επιχειρήσεων. Το εύρος τους περιλαμβάνει τόσο τις πολύ μικρές επιχειρήσεις όσο και αυτές τις πολύ μεγάλες που εκτείνουν τις δραστηριότητες τους διεθνώς. Ο αριθμός των εταιριών, ωστόσο που έχουν προβεί στην άντληση επενδυτικών κεφαλαίων μέσω της εισαγωγής διαπραγματεύσιμων μετοχών στο ελληνικό χρηματιστήριο είναι περιορισμένος και συγκεκριμένα ανέρχεται σε 300.

Όλες οι εταιρίες υπόκεινται στο ίδιο γενικότερο θεσμικό και νομικό πλαίσιο λειτουργίας και συμπεριφοράς. Η βασική νομοθεσία συνοψίζεται στο νόμο 2190/1920 "Περί Ανωνύμων Εταιριών" ο οποίος οργάνωσε συστηματικά τη διασπαρμένη νομοθεσία των προηγούμενων περιόδων. Αν και υπάρχουν διαφοροποιήσεις ανάλογα με το είδος και το μέγεθος της εταιρίας οι ίδιες βασικές αρχές ισχύουν για όλες τις εταιρίες. Ωστόσο, αξίζει να αναφερθεί ότι ενώ ο συγκεκριμένος νόμος αποτέλεσε ουσιαστική συμβολή στην ανάπτυξη του θεσμικού πλαισίου λειτουργίας των επιχειρήσεων στην Ελλάδα, τα τελευταία χρόνια δεν ανταποκρίνεται στις σύγχρονες ανάγκες διακυβέρνησης των εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων καθώς δεν περιλαμβάνει τις βασικές έννοιες

που απαιτούνται για την ανάπτυξη ενός σύγχρονου και αποδοτικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Βέβαια η έκδοση των Προεδρικών Διαταγμάτων 350/1985 και 51/1992 καθώς και σειράς ειδικών Υπουργικών Αποφάσεων έχουν συμβάλλει στην επίλυση σημαντικών προβλημάτων στη διαδικασία εταιρικής διακυβέρνησης χωρίς όμως να την ολοκληρώνει.²⁰

Η υφιστάμενη νομοθεσία, δεν παρείχε επαρκή αναφορά στο ζήτημα της πληροφόρησης των μετόχων από τις εταιρίες για τα σημαντικά οικονομικά γεγονότα που επιδρούν στην απόδοση τους, την αναγνώριση και προστασία των δικαιωμάτων μειοψηφίας σε εταιρίες πολυμετοχικής βάσης, ούτε αποσαφηνίζει επαρκώς και με σύγχρονο τρόπο τους όρους και τις προϋποθέσεις συναλλαγών στην αγορά επιχειρηματικού ελέγχου. Δεν περιελάμβανε επίσης επαρκής ενημέρωση σχετικά με τα επίπεδα διαφάνειας στις εσωτερικές διαδικασίες διακυβέρνησης ελέγχου και δομής των σχέσεων και των αμοιβών των διαφορετικών μερών της εταιρίας, δεν ενσωμάτωνε διαυγείς κανόνες διακανονισμού των επιμέρους συμφερόντων μεταξύ των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου καθώς και δεν διατυπώνει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων, όπως διαμορφώνεται στην σύγχρονη πρακτική.

Το νομικό σύστημα στην Ελλάδα σχετικό με τις εταιρίες, παρουσιάζεται στον πίνακα που ακολουθεί.

²⁰ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ. 8

Εταιρική Διακυβέρνηση

Ελληνικό Νομικό Σύστημα	
Νομικό / Κανονιστικό Πλαίσιο	Νομικά /Κανονιστικά Όργανα
θεσμικό Πλαίσιο Εταιριών • Νόμος 2190/1920	• Αστικά Δικαστήρια • Υπουργείο Εμπορίου (Νόμος 2190/1920 αρ.51)
• Νόμος 2190/1920 • Νόμος 2324/1995 (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς)	• Υπουργείο Κυνικής Οικονομίας , Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
Αρχές εισηγμένων στο ΧΑΛ εταιριών • Προεδρικά Διατάγματα 350/1985 και 360/1985	• Υπουργείο 1. Εθνικής Οικονομίας, 1 επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
Πηγή : Discussion of individual corporate governance codes relevant to the European Union and its member states, Weill, Uulshal& Manges»,Ευρωπαϊκή Επιτροπή , Βέλγιο. 2002	

Κυρίαρχα χαρακτηριστικά των μεγάλων επιχειρήσεων στην Ελλάδα είναι η πυραμιδοειδής μορφή (pyramidal group) και ο έλεγχος σε οικογένειες. Οι μη φιλικές εξαγορές (hostile takeovers) θεωρητικά είναι πιθανές ωστόσο στη πραγματικότητα έχει φανεί ότι είναι αδύνατες και σχεδόν ποτέ δεν έλαβαν χώρα ως μηχανισμοί ελέγχου και διόρθωσης. Ούτε οι τράπεζες αλλά ούτε και διάφορα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, όπως οι θεσμικοί επενδυτές, συνταξιοδοτικά ταμεία, έχουν ένα σημαντικό ρόλο στη διακυβέρνηση των επιχειρήσεων. Ωστόσο, ραγδαίες αλλαγές πραγματοποιούνται τα τελευταία χρόνια, αλλαγές που φαίνεται να είναι ικανές για να αναδιοργανώσουν ορισμένα από τα βασικά χαρακτηριστικά των αρχών διακυβέρνησης.

Η ραχοκοκαλιά της ελληνικής οικονομίας αποτελείται από μικρές και μεσαίου μεγέθους εταιρίες αλλά φαίνεται ότι με τις σύγχρονες εξελίξεις στις εισηγμένες εταιρίες αναμένεται να αυξήσουν το μέγεθος τους και αντίστοιχα τον ρόλο τους στην εγχώρια οικονομία.

Στην ελληνική οικονομία η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης είναι ένας όρος σχετικά πρόσφατος. Το πρόβλημα της εταιρικής διακυβέρνησης σχετικά με το διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και ελέγχου

(πρόβλημα εντολέα εντολοδόχου) έχει αναλυθεί σε βάθος για κρατικές εταιρίες. Παρολ' αυτά, τελευταία κυρίως εξαιτίας των ιδιωτικοποιήσεων πολλών κρατικών επιχειρήσεων, το πρόβλημα εντολέα εντολοδόχου έχει επανέλθει δυναμικά στην επικαιρότητα. Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης αρχίζει να κατέχει βασικό ρόλο και αυτό διαπιστώνεται από τις εκθέσεις (επιτροπής κεφαλαιαγοράς, ΣΕΒ) αλλά και με τον πρόσφατο νόμο 3016 "για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις" στα οποία θα υπάρξει αναφορά παρακάτω.

Στη συνέχεια αναφέρεται περιεκτικά, το ισχύον σύστημα διακυβέρνησης των εισηγμένων επιχειρήσεων στην Ελλάδα.

Δομή επιχειρήσεων, η δύναμη του "ψηφίζουν" και πυραμιδοειδής όμιλοι

Η δομή των επιχειρήσεων είναι ένας σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει άμεσα την επιχείρηση και συγκεκριμένα των τρόπο διακυβέρνησης του. Το μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφίας όσον αφορά την εταιρική διακυβέρνηση είναι βασισμένο στο αγγλοαμερικανικό πρότυπο, που περιλαμβάνει ανοιχτές επιχειρήσεις με ευρεία διασκορπισμένη ιδιοκτησία. Η ελληνική περίπτωση σημαντικά διαφέρει από αυτό το πρότυπο. Συγκεκριμένα, η δομή ιδιοκτησίας των ελληνικών εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών χαρακτηρίζεται από υψηλό βαθμό συγκέντρωσης παρά από διασπορά. Το επίπεδο συγκέντρωσης ιδιοκτησίας περιλαμβάνει τόσο την άμεση όσο και την έμμεση.

Η ταυτότητα των κατόχων των εταιριών αποκαλύπτει ότι, οι οικογένειες, συμμαχίες και άλλες επιχειρήσεις κατέχουν το μεγαλύτερο ρόλο. Οι θεσμικοί επενδυτές έχουν στη κατοχή τους περιορισμένο αριθμό

μετοχών. Το κράτος εξακολουθεί να παίζει βασικό ρόλο σε ορισμένες σημαντικές επιχειρήσεις, αλλά όπως έχει ήδη αναφερθεί οι διαδικασίες ιδιωτικοποιήσεις αυτών αναμένεται να οδηγήσει στη μείωση της συμμετοχής του.

Οι μεγαλομέτοχοι έχουν τον μεγαλύτερο έλεγχο πάνω στη διεύθυνση της εταιρίας όχι μόνο γιατί διαθέτουν σε υψηλό βαθμό άμεσης ιδιοκτησίας. Στην πραγματικότητα, ο έλεγχος οφείλεται σε κάποιους μηχανισμούς όπως συμφωνίες μετόχων (shareholders agreements), πυραμιδοειδή όμιλοι καθώς και η έκδοση προνομιούχων μετοχών.

Ένα χαρακτηριστικό - κλειδί στην ελληνική οικονομία είναι τα pyramidal group σε σειρά εταιρίες οι οποίες ασκούν έλεγχο μέσω μιας πολύπλοκης δομής με σχετικά χαμηλό κόστος. Σε αυτές τις ομάδες η συμμετοχική εταιρία ελέγχει -άμεσα ή έμμεσα- την πλειοψηφία των δικαιώματα ψήφου των εταιριών που ανήκουν στον όμιλο και ο απόλυτος έλεγχος είναι είτε από έναν επιχειρηματία είτε από μία οικογένεια είτε τέλος από συνασπισμό προσώπων. Ο εν λόγω μηχανισμός χρησιμοποιείται για να μεγιστοποιήσει το λόγο ανάμεσα στο πλήθος των ελεγχόμενων πηγών (resources) και των ιδίων κεφαλαίων που επενδύθηκαν για τη διατήρηση του ελέγχου. Η δομή τέτοιων groups είναι σχετικά περίπλοκη και παρόλο τις διατάξεις σχετικά με την ενημέρωση της ταυτότητας των ιδιοκτητών, ο ακριβής έλεγχος είναι δύσκολο να εξακριβωθεί ειδικότερα μάλιστα σε διεθνές επίπεδο.

- Ο ρόλος της κεφαλαιουχικής αγοράς και η αγορά για επιχειρησιακό έλεγχο.

Το θεσμικό πλαίσιο των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης είναι προσανατολισμένο στις κεφαλαιακές αγορές και στον ρόλο της αγοράς

για επιχειρησιακό έλεγχο. Αξίζει να αναφερθεί ότι η δομή της ιδιοκτησίας και του ελέγχου έχει δημιουργήσει ένα σύστημα που χαρακτηρίζεται από σχετικά περιορισμένο πλήθος αλλαγών. Η αγορά για επιχειρησιακό έλεγχο δεν έχει σημαντική αρμοδιότητα και οι μη φιλικές εξαγορές είναι ουσιαστικά αδύνατες. Αυτό το γεγονός δεν σημαίνει ότι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δεν λαμβάνουν χώρα, αλλά απλά όταν συμβαίνουν είναι κατά βάση φιλικές και συνήθως με τη μεσολάβηση τραπεζών ή με ιδιωτικές συμφωνίες ανάμεσα σε οικογένειες ή συνασπισμούς προσώπων.

- Ο ρόλος των τραπεζών και άλλων χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων

Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ακολουθεί τα χνάρια των υπολοίπων κρατών της Ευρωπαϊκής Ένωσης και συγκεκριμένα έχουν το δικαίωμα να συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο επιχειρήσεων. Ωστόσο παρόλο το κοινό πλαίσιο στο οποίο κινούνται οι ελληνικές τράπεζες δεν μπορεί να συγκριθεί με το ρόλο που κατέχουν οι γερμανικές τράπεζες με κανένα τρόπο. Το ελληνικό σύστημα δεν χαρακτηρίζεται από ένα κύριο τραπεζοκεντρικό σύστημα.

Στην πραγματικότητα, η πρακτική των πολλαπλών δανείων είναι ευρέως διαδεδομένη. Οι εταιρίες τείνουν να έχουν σχέσεις χρηματοπιστωτικές, με διάφορες τράπεζες ταυτόχρονα, με καμία ωστόσο ως κύρια τράπεζα. Αυτή η πολύπλευρη σχέση θεωρείται ότι είναι αποδοτική με την έννοια ότι διαχέεται το ρίσκο όμως επίσης μειώνονται και τα κίνητρα για τις τράπεζες να έχουν μερίδιο στην επιχείρηση καινά ελέγχουν τη διεύθυνση.

Αξίζει να αναφερθεί ότι, ένα από τα οφέλη της χρηματοδότησης από τις τράπεζες είναι ότι με ένα σημαντικό μερίδιο συμμετοχής στην

επιχείρηση - η τράπεζα- μπορεί να επιθυμεί τον έλεγχο της επιχείρησης και τη συμμετοχή της στον καθορισμό των αποφάσεων της. Ωστόσο αυτό δεν συμβαίνει στην Ελλάδα, παρά το υψηλό επίπεδο χρηματοδότησης από τις τράπεζες καθώς σπάνια οι τράπεζες έχουν σημαντικό μερίδιο σε μια επιχείρηση.

Οι τράπεζες εξακολουθούν να είναι οι βασικοί χρηματοδότες των επιχειρήσεων, ειδικότερα σε βραχύ και μέσο διάστημα. Ωστόσο ακόμα και σε περιπτώσεις μακροχρόνιου δανεισμού , οι τράπεζες δεν αναμειγνύονται στον σχεδιασμό και την εφαρμογή της στρατηγικής των επιχειρήσεων. Οι τράπεζες ουσιαστικά δεν θεωρούνται συνεργάτες από τη διεύθυνση των επιχειρήσεων και σπάνια - συγκεκριμένα στις εισηγμένες- έχουν αντιπροσώπους τους στη διεύθυνση της επιχείρησης. Η συμμετοχή των τραπεζών στην εταιρική διακυβέρνηση είναι αρκετά περιορισμένη καθώς μάλιστα δεν αποτελεί αντικειμενικό στόχο για αυτές παρά μόνο ενεργούν ως προμηθευτές χρήματος. Γι' αυτό το λόγο μάλιστα δεν ασκούν επιρροές στη διεύθυνση της επιχείρησης, όσο οι εταιρίες είναι ικανές να αποπληρώνουν τα χρέη τους.

Όσον αφορά τους υπόλοιπους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς όπως συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικά ταμεία έχουν ένα καθαρά περιθωριακό ρόλο.

➤ Ο ρόλος του εργατικού δυναμικού

Το εργατικό δυναμικό έχει ένα σημαντικό ρόλο μέσα στο εταιρικό περιβάλλον. Εργατικά συνδικάτα και αντιπρόσωποι εργαζομένων έχουν στόχο τη προάσπιση των συμφερόντων των εργαζομένων μέσα στην επιχείρηση έναντι της διεύθυνσης σε μια σχέση συνήθως ανταγωνιστική. Στην πραγματικότητα οι εργαζόμενοι θεωρούνται ως στοιχείο

συμπληρωματικό στην επιχείρηση που θα πρέπει κάθε φορά τυγχάνει ιδιαίτερης προσοχής. Ωστόσο σχεδόν ποτέ οι εργαζόμενοι δεν θεωρήθηκαν - και δεν θεωρούσαν οι ίδιοι τους εαυτούς τους- ως συνεργάτες.

Σημειώνεται ότι σε πολλές περιπτώσεις οι επιχειρήσεις ενθάρρυναν το εργατικό δυναμικό να συμμετάσχει στο μετοχικό κεφάλαιο, αλλά συνήθως με την μορφή απόκτησης μετοχών μέσω της αγοράς και όχι με την εισφορά μεριδίου ως μέρους των πληρωμών του.

Η παρουσία αντιπροσώπων των εργαζομένων στη διεύθυνση είναι συνήθως η εξαίρεση. Στην ανάλυση αυτής της πολιτικής θα πρέπει ληφθεί υπόψη ότι οφείλεται τόσο στην επιθυμία των μετόχων όσο και στην επιλογή των εργατικών συνδικάτων που συχνά προτιμούσαν να υπερασπίσουν τα συμφέροντα των εργαζομένων με όρους ανταγωνιστικούς και όχι συνεργατικούς.

- Ο Ρόλος και υπευθυνότητα του Διοικητικού Συμβουλίου.

Τύπος Διοικητικού Συμβουλίου : επικρατών ενιαίο Δ.Σ.

Οι ανώνυμες εταιρίες, όπως ήδη έχει αναφερθεί κυβερνώνται με βάση το νόμο 2190/1920. Οι ανώνυμες εταιρίες διοικούνται από ένα συμβούλιο, το οποίο έχει την εξουσιοδότηση για το management της εταιρίας, καθώς και την εξουσία για να απασχολήσουν υψηλόβαθμους διοικητικούς managers για τη διεύθυνση της εταιρίας.

Το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να αποτελείται από τουλάχιστον 3 μέλη. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου εκλέγονται από τους μετόχους για διάστημα όχι μεγαλύτερο των 6 ετών και μπορούν να

μετακινηθούν / αντικατασταθούν ύστερα από επιθυμία των μετόχων οποιαδήποτε στιγμή.

Το διοικητικό συμβούλιο συνδυάζει διοικητικές και εποπτικές αρμοδιότητες. Αρχικά δίνεται σε αυτό ένα μεγάλο περιθώριο σύνεση με βάση τον νόμο. Ο εσωτερικός κανονισμός μιας επιχείρησης ίσως να επιβάλλει αυστηρότερους περιορισμούς κλπ, στον τρόπο με τον οποίο μπορεί το διοικητικό συμβούλιο να αντιπροσωπεύει τα συμφέροντα της επιχείρησης.

Σύμφωνα με το νόμο 2190/1920 (άρθρ. 18 παρ.2) και σύμφωνα με τον εσωτερικό κανονισμό επιτρέπουν στο διοικητικό συμβούλιο να κατανέμουν ειδικότερα θέματα management σε ένα ή διάφορα πρόσωπα. Αυτά θα μπορούσε είναι μέλη του διοικητικού συμβουλίου (π.χ. διευθύνον σύμβουλος) ή τρίτα μέρη. Στην ελληνική πραγματικότητα ο διευθύνον σύμβουλος είναι ο αντίστοιχος Chief Executive Officer (CEO). Σύμφωνα με το νόμο 2190/1920 (αρθρ. 22, παρ.α2) η υπευθυνότητα του γενικού διευθυντή απέναντι στην επιχείρηση είναι μεγαλύτερη σε σχέση με τα υπόλοιπα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή των άλλων ανωτάτων στελεχών.

Η νομική υποχρέωση του διοικητικού συμβουλίου να αντιπροσωπεύει τα συμφέροντα της επιχείρησης προέρχεται έμμεσα, και βασίζεται σε νομικές διατάξεις για υπευθυνότητα, εμπιστευτικότητα και προσήλωση από πλευράς του διοικητικού συμβουλίου. Ως γενικός κανόνας, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι υπόλογοι και ασκούν δραστηριότητες μόνο απέναντι στην επιχείρηση και όχι ως προς τους μετόχους ή άλλα μέλη της επιχείρησης. Ωστόσο υπάρχουν κάποιες εξαιρέσεις σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών της επιχείρησης.

Υπό τον νόμο 2190/1920 (αρθρ. 22), τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου έχουν το δικαίωμα να διατηρούν κάποιες πληροφορίες της επιχείρησης εμπιστευτικές. Σύμφωνα με τον νόμο 2190/1920 (αρθρ.23 παρ.1), τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου δεν μπορούν να απασχολούνται επαγγελματικά σε δραστηριότητες που καλύπτουν τους στόχους της επιχείρησης την οποία διευθύνουν για δικά τους συμφέροντα ή συμφέροντα τρίτων. Η παραπάνω διάταξη ισχύει και για τα ανώτατα στελέχη των επιχειρήσεων. Αυτός ο περιορισμός μπορεί να αρθεί μόνο με άδεια από τη γενική συνέλευση των μετόχων.

Το άρθρο 24 παρ.2 του Ν. 2190/1920 απαγορεύει τη πίστωση από την επιχείρηση προς τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη και των συγγενών τους. Άλλες συναλλαγές ανάμεσα στις προαναφερθείσες κατηγορίες και την επιχείρηση είναι άκυρες, εκτός και αν έχουν εγκριθεί προηγουμένως από τη γενική συνέλευση των μετόχων.

Το στοιχείο της φροντίδας και της σύνεσης όπως αναφέρεται στο Ν 2190/1920 αναφέρεται στα πρότυπα υπευθυνότητας των διευθυντικών στελεχών προς την επιχείρηση για κάθε αμέλεια περιλαμβάνοντας εκ προθέσεως κακοδιαχείριση ή αδιαφορία. Σύμφωνα με το Ν. 2190/1920 τα μέλη δεν είναι υπόλογα σε σφάλματα που διεπράχθησαν έναντι της επιχείρησης, εάν μπορούν να αποδείξουν ότι εξασκούν ένα -σε λογικά πλαίσια- επίπεδο προστασίας το οποίο μπορεί κάποιες φορές να αποκλείσει κάποιου είδους αμέλεια. Παρόλ' αυτά, ο γενικός διευθυντής μπορεί να χρησθεί υπόλογος ακόμη και γι' αυτού του είδους την αμέλεια.

Η αντίληψη του εμπιστευτικού καθήκοντος επίσης περιλαμβάνει στοιχεία πίστης και αφοσίωσης τα οποία εκφράζονται μέσα από έναν

αριθμό παροχών που επιβάλλουν περιορισμούς/ απαγορεύσεις σε ποικίλα είδη συνδιαλλαγής μεταξύ των μελών του συμβουλίου της εταιρίας

➤ Αμοιβές και αξιολόγηση διευθυντικών στελεχών

Η αξιολόγηση των διευθυντικών στελεχών και η αντίστοιχα αποζημίωση τους αποτελεί ένα από αμφισβητήσιμα θέματα στο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης καθώς και ένα από τα πιο δισεπύλιπτα. Οι μηχανισμοί και οι διαδικασίες που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση των ανωτάτων στελεχών και οι αποφάσεις για την αποζημίωση αυτών επηρεάζεται από το καθεστώς ιδιοκτησίας και ελέγχου της επιχείρησης.

Μια δομή με υψηλά συγκεντρωμένη ιδιοκτησία που χαρακτηρίζεται από τη κυριαρχία μεγαλομετόχων, οδηγεί στην εκτίμηση των στελεχών που συνήθως διεξάγεται από τη διεύθυνση με ανεπίσημο τρόπο. Η δομή ελέγχου επιτρέπει τη ροή πληροφοριών και έτσι δεν χρειάζεται πάντα μια δομημένη και αυστηρή μέθοδο για να αξιολογήσει αποτελεσματικά τα στελέχη. Η αξιολόγηση των στελεχών βασίζεται στο βαθμό επίτευξης των στόχων που είχε ορίσει η επιχείρηση στην αρχή - συνήθως του έτους- καθώς και στα αποτελέσματα του αντίστοιχου κλάδου. Η μετοχή της εταιρίας στο χρηματιστήριο σπάνια αποτελεί οδηγό για την αξιολόγηση των στελεχών.

Όσον αφορά την αποζημίωση των στελεχών συνήθως αποφασίζεται από τη γενική συνέλευση των μετόχων ή τη διεύθυνση της εταιρίας. Σπάνια, η απόφαση για την αμοιβή των στελεχών έρχεται ύστερα από συναίνεση της διεύθυνσης και της γενικής συνέλευσης των μετόχων.

Αξίζει να αναφερθεί το γεγονός ότι, μερικές φορές η αποζημίωση είναι αυστηρά συνδεδεμένη με τη κερδοφορία της επιχείρησης. Ωστόσο, στη πραγματικότητα είναι μικρός ο αριθμός των στελεχών οι οποίοι λαμβάνουν ποσοστό από τα κέρδη της επιχείρησης ως πληρωμή. Η παραπάνω σύνδεση (αποζημίωση - κερδοφορία επιχείρησης) μπορεί να φαίνεται επικίνδυνη από τη πλευρά των μετόχων, καθώς τα στελέχη έχουν τη δυνατότητα να χειραγωγήσουν τα αποτελέσματα της επιχείρησης προς ίδια οφέλη. Όμως πρέπει να αναφερθεί ότι οι εταιρίες που χρησιμοποιούν τον συγκεκριμένο μηχανισμό χαρακτηρίζονται από την παρουσία μεγαλομετόχου, ο οποίος έχει τη κατάλληλη πληροφόρηση, την ικανότητα και την ευκαιρία για αποδοτικό έλεγχο της διεύθυνσης στον υπολογισμό της κερδοφορίας της επιχείρησης.

➤ Ρόλος και υπευθυνότητα της διεύθυνσης.

Με βάση το νόμο 2190/1920 οι αρμοδιότητες επίβλεψης και διοίκησης της επιχείρησης εκπληρώνονται από το διοικητικό συμβούλιο. Ωστόσο, είναι σύνηθες το διοικητικό συμβούλιο να μεταβιβάζει μέρος των ευθυνών του στους managers. Οι νομικές διατάξεις όσον αφορά τις ευθύνες της διεύθυνσης (management) είναι γι' αυτό το λόγο ουσιώδες οι ίδιες με αυτές που αναφέρθηκαν σχετικά με το διοικητικό συμβούλιο στην προηγούμενη ενότητα.

➤ Δικαιώματα Μετόχων

Οι μετοχές στις ελληνικές εταιρίες εκδίδονται είτε ονομαστικές είτε ανώνυμες. Ενώ από την πλευρά των ανώνυμων μετοχών μεταφέρονται με απλή παράδοση των πιστοποιητικών, η μεταφορά των ονομαστικών υπόκειται σε ποικίλες τυπικότητες που εξαρτώνται από την εισαγωγή των μετοχών στο χρηματιστήριο ή όχι.

Ως αρχή όλες οι μετοχές πρέπει να έχουν την ίδια ονομαστική αξία (εξαίρεση αποτελεί περίπτωση που έχουν εκδοθεί σε διαφορετική χρονική στιγμή) και είναι ίσες στο γεγονός ότι τα δικαιώματα που προέρχονται από αυτές είναι ανάλογες της ποσοστιαίας συμμετοχής τους στο κεφάλαιο της επιχείρησης. Εξαίρεση σε αυτό το γενικό κανόνα ισότητας αποτελούν οι προνομιούχες μετοχές, οι οποίες δίνουν κάποια εξαιρετικά δικαιώματα στους κατόχους τους, περιλαμβάνοντας προνομιακή πληρωμή στο πρώτο μέρισμα και σε προνομιακή απόδοση του καταβληθέντος υπό τον προνομιούχων μετοχών κεφαλαίου σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρικής περιουσίας.

➤ Γενική Συνέλευση των Μετόχων.

Η Γενική Συνέλευση των Μετόχων είναι το ανώτατο όργανο των ελληνικών, εισηγμένων στο χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, επιχειρήσεις. Είναι το όργανο στο οποίο λαμβάνουν χώρα οι σημαντικότερες αποφάσεις της επιχείρησης. Η Γενική Συνέλευση των Μετόχων έχει τις εξής αποκλειστικές αρμοδιότητες:

- Τροποποίηση του καταστατικού της επιχείρησης
- Εκλογή των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Έγκριση του ισολογισμού της εταιρίας.
- Διάθεση των ετήσιων κερδών.
- Έκδοση δανείων μέσω ανωνύμων ομολογιών.
- Τοποθέτηση θεσπισμένων ελεγκτών

- Έγκριση συγχωνεύσεις, επέκταση της διάρκειας ή τη διάλυση της επιχείρησης.
- Διορισμός των εκκαθαριστών
- Νομική βάση μετόχων - Γενική Συνέλευση.

Ως γενικός κανόνας, ένας μέτοχος δεν μπορεί για μια παράγωγη πράξη εκ μέρους της εταιρίας να φέρει σαν άμεσο τρόπο επανόρθωσης ενάντια στους διευθυντές της εταιρίας. Τουλάχιστον ως αρχικό σημείο, μια ενέργεια για αποζημίωση εναντίον ενός και όλων των μελών του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να ασκηθεί μόνο από το διοικητικό συμβούλιο, ενεργώντας εκ μέρους της επιχείρησης. Το συμβούλιο έχει υποχρέωση να κάνει αγωγή προς αποζημίωση, ωστόσο στη περίπτωση που:

- Η ζημία στην επιχείρηση, προήλθε από εκ προθέσεως κακή διαχείριση ενός ή περισσότερων μελών του διοικητικού συμβουλίου
- Η Γενική Συνέλευση ή οι μέτοχοι διαθέτουν τουλάχιστον το ένα τρίτο του εξοφληθέν κεφάλαιο. (Νόμος 2190/1920 αρθρ.29 παρ.4)

Εάν το συμβούλιο αποτύχει να λάβει δράση, παρά την ύπαρξη των προαναφερθέντων μηχανισμών, ξεχωριστά οι μέτοχοι έχουν δικαιώματα έναντι των μελών του συμβουλίου βασισμένο στις γενικές παροχές σε θέματα ευθύνης και τέλεσης αξιόποινων πράξεων σύμφωνα με τον Αστικό Κώδικα.

Μια σημαντική εξαίρεση στον γενικό κανόνα, αναφέρεται στο γεγονός ότι οι μέτοχοι έχουν άμεσα μέσα έναντι των μελών του

συμβουλίου σε περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων. Ο εσωτερικός κανονισμός της επιχείρησης, μπορεί να προσφέρει σε μειοψηφία ή και σε ξένους μετόχους ειδικά δικαιώματα συνδεδεμένα με τις συγκεκριμένες διεκπεραιώσεις. Με την απουσία των συγκεκριμένων διατάξεων, ο νόμος προστατεύει τους μετόχους έμμεσα, μέσω επιπρόσθετων άρθρων σχετικά με τη κάλυψη πληροφοριών. (Νόμος 2190/1920 αρθρ.69). Επιπρόσθετα, η έγκριση παρόμοιων πρακτικών από τη γενική συνέλευση των μετόχων, απαιτεί απαρτία δύο τρίτων της συμμετοχής των μετόχων του εξοφληθέν κεφαλαίου και δύο τρίτων της πλειοψηφίας των ψήφων.

Σημαντική εξαίρεση της απουσίας κάθε ευθύνης των μελών του διοικητικού συμβουλίου έναντι των μετόχων, αναφέρεται στον Νόμο 2190/1920 (αρθρ.76) ο οποίος προβλέπει ότι τα μέλη του συμβουλίου μιας εξαγοραζόμενης επιχείρησης είναι υπόλογα έναντι των μετόχων και τρίτων για κάθε κακοδιαχείριση τα οποία τυχόν θα διαπράξουν κατά την προετοιμασία και εφαρμογή της εξαγοράς.

Οι διατάξεις εφαρμόζονται, τηρουμένων των αναλογιών, στην περίπτωση συγχωνεύσεων για τη δημιουργία μιας νέας ανώνυμης εταιρίας που απορροφά την συγχωνευόμενη επιχείρηση καθώς και στην περίπτωση διάσπασης της εταιρίας.

Συμπερασματικά, για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις η υιοθέτηση αυστηρών κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης είναι περίπου μονόδρομος, όχι διότι αυτό απαιτείται από το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο, αλλά επειδή αργά ή γρήγορα η ίδια η αγορά θα ανταμείψει εκείνες τις εταιρείες που θα ρυθμίζουν με τον βέλτιστο τρόπο τις σχέσεις μεταξύ μετόχων, management και διοικητικού συμβουλίου. Πρακτικές όπως η ανάδειξη του διοικητικού συμβουλίου σε κύριο πόλο

λήψης αποφάσεων που αφορούν τη στρατηγική της επιχείρησης και ο διορισμός ανεξάρτητων, μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο, θα αποτελούν ολόένα και πιο πολύ αντικείμενο διαφοροποίησης μεταξύ των εισηγμένων επιχειρήσεων. Πρόσφατη έρευνα της εταιρείας Mc Kinsey κατέδειξε ότι οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν ένα premium που ξεπερνά το 20% για εταιρείες με σωστές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης.²¹

ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΕΚΘΕΣΕΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΕΒ

Όσον αφορά τις εξελίξεις σχετικά με την εισαγωγή αρχών διακυβέρνησης στις εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αυτές σημειώθηκαν τελευταία και συγκεκριμένα προς τα τέλη της δεκαετίας του 1990.

Ένα ευρέως αποδεκτό σύστημα διακυβέρνησης των εταιριών ήταν οι αρχές που συνέταξε η νεοσυσταθείσα Επιτροπή Για Την Εταιρική Διακυβέρνηση Στην Ελλάδα, υπό τον συντονισμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με τίτλο " Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Στην Ελλάδα : Συστάσεις Για Την Ενίσχυση Της Αποτελεσματικότητας Και Του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού Της" και υιοθετήθηκε τον Οκτώβριο του 1999.

Η συγκεκριμένη έκθεση έτυχε ιδιαίτερα θερμής υποδοχής και όπως αναφέρει χαρακτηριστικά σε άρθρο του ο Ν.Γ. Χαριτάκης " Η ταχύτατη διεύρυνση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς σε συνδυασμό με το

²¹ Κ. Μητσοτάκης, Άρθρ. Εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα – Σε ποια θέματα δίνουν βαρύτητα οι ξένοι θεσμικοί και πόσο είναι διατεθειμένοι να τα ανταμείψουν. Εφημ. Το Βήμα

απαρχαιωμένο δίκαιο των εταιρειών (είναι νόμος του 1920 και βρισκόμαστε σχεδόν στο 2000) από τη μια μεριά και οι θεσμικές αλλαγές του πολιτικού συστήματος μετοχοποιήσεις που οδήγησαν στην είσοδο και κρατικών επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο έχουν διαμορφώσει ένα αγνώριστο για την εταιρική διακυβέρνηση - διοίκηση τοπίο. Στον βαθμό που οι οικονομικές εξελίξεις στη χώρα οδηγούν σταδιακά στην απομάκρυνση της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση, τα προβλήματα που αρχίζει να εξετάζει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με το κείμενο που δημοσιοποίησε μας φέρνουν πιο κοντά στις εξελίξεις παρέχοντας τη δυνατότητα να προετοιμαστούμε έγκαιρα, αποφεύγοντας πυροσβεστικές λύσεις.²²

Πιο πρόσφατα ο ΣΕΒ (Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων) συνέταξε σειρά αρχών εταιρικής διακυβέρνησης.

Σημειώνεται ότι και στις δύο προτάσεις η νομική βάση στηρίζεται στην εθελοντική υιοθέτηση αυτών από την πλευρά των επιχειρήσεων, ωστόσο σε αυτή της επιτροπής της κεφαλαιαγοράς οι αρχές θα μπορούσαν να αποτελέσουν τη βάση για νομική μεταρρύθμιση.

Ο σκοπός και των δύο προτάσεων αρχών είναι η βελτίωση της παραγωγικότητας των επιχειρήσεων, της ανταγωνιστικότητας τους καθώς επίσης και στην είσοδο κεφαλαίων.

Επιπλέον και τα δύο κείμενα αναφέρονται στις εισηγμένες στο ΧΑΑ, ωστόσο η πρόταση του ΣΕΒ προτρέπει την υιοθέτηση των συγκεκριμένων αρχών από όλες τις επιχειρήσεις.

²² Το Βήμα, Ν. Γ. Χαριτάκης, Εταιρική Διακυβέρνηση

Όσον αφορά έναν ορισμό για την εταιρική διακυβέρνηση, η επιτροπή κεφαλαιαγοράς δεν παρουσιάζει ένα ξεκάθαρο, απλά στο άρθρο 5 αναφέρει: "Οι πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να εγγυώνται τη στρατηγική καθοδήγηση της επιχείρησης, την αποτελεσματική παρακολούθηση της διοίκησης (management) από το Διοικητικό Συμβούλιο και την ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου έναντι της επιχείρησης και των μετόχων"²³

Αντίθετα, στο σύστημα αρχών από τη πλευρά των ΣΕΒ, υπάρχει ξεκάθαρος ορισμός και συγκεκριμένα στο άρθρο 1.1 αναφέρεται: " Η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα σύστημα αρχών επί τη βάση του οποίου οργανώνεται, λειτουργεί και διοικείται η ανώνυμη εταιρία, ώστε να διαφυλάσσονται και ικανοποιούνται τα έννομα συμφέροντα όλων όσων συνδέονται με την εταιρία στα πλαίσια του εταιρικού συμφέροντος"²⁴

Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς, για το σκοπό που έχει το Διοικητικό Συμβούλιο αναφέρει στην εισαγωγή "Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει την υποχρέωση να διαχειρίζεται τις υποθέσεις της επιχείρησης αποκλειστικά προς το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων της, στο πλαίσιο των υπάρχοντων νόμων, κανονισμών και συνθηκών που οριοθετούν το σύνολο των δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Έχει την κύρια υποχρέωση να διασφαλίζει την θεσμοθέτηση κατάλληλων κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης. Έχει επίσης την ευθύνη για τη διακυβέρνηση της επιχείρησης και λογοδοτεί προς τη Γενική Συνέλευση των μετόχων. Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει την ευθύνη της λήψης όλων των αποφάσεων

²³ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.16

²⁴ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης, Αθήνα, 2001, σελ 1

στρατηγικής ανάπτυξης, διασφάλισης όλων των απαραίτητων πόρων για την επίτευξη των επιδιώξεων της επιχείρησης, του διορισμού και εποπτείας του εκτελεστικών στελεχών της και της αναφοράς προς τους μετόχους της αποδοτικότητας των δραστηριοτήτων του"²⁵. Αντίστοιχα, στις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με το ΣΕΒ, ο ορισμός της αποστολής του Διοικητικού Συμβουλίου της επιχείρησης είναι σαφώς πιο περιεκτικός " Το Δ.Σ. έχει ως πρώτη φροντίδα την προστασία και προαγωγή του εταιρικού συμφέροντος και την διαρκή αποδοτικότητα της εταιρίας που αντανακλάται σε μακροχρόνια βελτίωση της εσωτερικής αξίας της μετοχής".²⁶

Όσον αφορά το ρόλο των stakeholders, η έκθεση της Επιτροπής της Κεφαλαιαγοράς αναφέρει σχετικά στο άρθρο 3 "Οι πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να αναγνωρίζουν τα δικαιώματα των συνεργαζομένων και όσων έχουν νόμιμα συμφέροντα προς την επιχείρηση, όπως αυτά καθορίζονται από την ισχύουσα νομοθεσία και να ενθαρρύνουν την ενεργή συνεργασία μεταξύ των επιχειρήσεων και αυτών στην δημιουργία πλούτου, θέσεων εργασίας και την βιωσιμότητα των υγιών χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων."²⁷ και συνεχίζει στα άρθρα 3.1, 3.2, 3.3 και 3.4 παρουσιάζοντας τα δικαιώματα των stakeholders για προστασία από τον νόμο των συμφερόντων τους, τη δυνατότητα αξίωσης

²⁵ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.10

²⁶ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης, Αθήνα, 2001, σελ 2

²⁷ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.14

αποζημίωσης σε περίπτωση παραβίασης, για συνεργασία με την επιχείρηση καθώς και πρόσβαση σε πληροφόρηση αντίστοιχα.

Ωστόσο, στην έκθεση του ΣΕΒ, το θέμα δεν καλύπτεται άμεσα. Συγκεκριμένα στα άρθρα Α1 και Α2 αναφέρονται τα αντίστοιχα "Η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι ένα σύστημα αρχών επί τη βάση του οποίου οργανώνεται, λειτουργεί και διοικείται η ανώνυμη εταιρία, ώστε να διαφυλάσσονται και ικανοποιούνται τα έννομα συμφέροντα όλων όσων συνδέονται με την εταιρία στα πλαίσια του εταιρικού συμφέροντος" και " Η Εταιρική Διακυβέρνηση αποσκοπεί στην μόνιμη εξυπηρέτηση του εταιρικού συμφέροντος, το οποίο αποτελεί τη συνισταμένη του συμφέροντος του νομικού προσώπου και των έννομων συμφερόντων όσων συνδέονται με την εταιρία (stakeholders)"²⁸

Η περιγραφή της θέσης εργασίας του Διοικητικού Συμβουλίου παρουσιάζεται σε πλήρη αναφορά στις αρχές της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στο άρθρο 5.3 και συγκεκριμένα καθορίζονται τα εξής:

"Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει ειδικότερα την ευθύνη για τα εξής:

Τον καθορισμό της στρατηγικής και του σχεδιασμού της επιχείρησης, την κατάρτιση του ετήσιου προϋπολογισμού και του επιχειρησιακού της σχεδίου, τον καθορισμό και την επίτευξη των στόχων αποδοτικότητας της, την παρακολούθηση της αποτελεσματικότητας των πρακτικών διακυβέρνησης που εφαρμόζονται και της πορείας της επιχείρησης και τον έλεγχο μεγάλων κεφαλαιακών δαπανών (άρθρο 5.3.1)

²⁸ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 1

Την υιοθέτηση και εφαρμογή της γενικής πολιτικής με βάση τις εισηγήσεις και προτάσεις των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών (άρθρο 5.3.2)

Την επιλογή, τον διορισμό και τον έλεγχο των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών, τον καθορισμό της αμοιβής τους με γνώμονα το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων καθώς και την τυχόν αντικατάσταση και διαδοχή τους (άρθρο 5.3.3)

Την αριότητα των προς γνωστοποίηση λογιστικών και χρηματοοικονομικών καταστάσεων, συμπεριλαμβανομένης και της έκθεσης ορκωτών ελεγκτών (ανεξάρτητου ελέγχου) και την ύπαρξη διαδικασίας ελέγχου κινδύνων, οικονομικού ελέγχου και την συμμόρφωση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης με την εκάστοτε νομοθεσία (άρθρο 5.3.4)

Την παρακολούθηση και διευθέτηση τυχόν θεμάτων σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των διευθυντικών στελεχών, των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων και των περιπτώσεων κακοδιαχείρισης στοιχείων ενεργητικού ή συναλλαγών με συνδεδεμένα μέρη (άρθρο 5.3.6)²⁹

Την αναφορά των πεπραγμένων στους μετόχους της επιχείρησης (άρθρο 5.3.6)

" Ωστόσο, στην έκθεση του ΣΕΒ, οι αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου δεν βρίσκονται σε τόσο ευρεία ανάπτυξη όσο παραπάνω στο

²⁹ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.17

άρθρο Β3 αναφέρονται "Εκτελεστικά μέλη είναι τα ανώτατα στελέχη της εταιρίας που έχουν την ευθύνη διαχείριση της. Μη εκτελεστικά μέλη είναι τα πρόσωπα με ιδιαίτερη επαγγελματική πείρα και κοινωνικό κύρος και με κατά τεκμήριο αντικειμενική κρίση. Ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη είναι τα μέλη που δεν έχουν συγγένεια μέχρι 2ου βαθμού με τον μέτοχο που ελέγχει την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου ή που δεν έχουν μετοχές άνω του 5% της εταιρίας ή της θυγατρικής της και που δεν είναι εκτελεστικά, διευθυντικά στελέχη της εταιρίας" καθώς επίσης και στο άρθρο Δ.3 "Ο εσωτερικός ελεγκτής ορίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας. Δεν μπορεί να ορισθεί ως εσωτερικός ελεγκτής μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου εν ενεργεία διευθυντικό στέλεχος με άλλα καθήκοντα ή συγγενής των παραπάνω μέχρι και του δευτέρου βαθμού εξ' αίματος ή εξ' αγχιστείας. Η εταιρία υποχρεούται να ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για οποιαδήποτε μεταβολή στο πρόσωπο ή την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου εντός δέκα εργάσιμων ημερών από τη μεταβολή αυτή".³⁰

Στην ενότητα, των κριτηρίων των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, η έκθεση της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δεν κάνει καμία αναφορά, αντίθετα, η έκθεση του ΣΕΒ στο άρθρο Β.3 αναφέρει "Εκτελεστικά μέλη είναι τα ανώτατα στελέχη της εταιρίας που έχουν την ευθύνη διαχείριση της. Μη εκτελεστικά μέλη είναι τα πρόσωπα με ιδιαίτερη επαγγελματική πείρα και κοινωνικό κύρος και με κατά τεκμήριο αντικειμενική κρίση".³¹

³⁰ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 3

³¹ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 3

Όσον αφορά τον διαχωρισμό ανάμεσα στον Πρόεδρο την Εταιρίας και τον Γενικό Διευθυντή η έκθεση του ΣΕΒ δεν περιλαμβάνει καμία αναφορά σε αυτό. Αντίθετα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στο άρθρο 5.5 αναφέρει χαρακτηριστικά "Θα πρέπει να ενθαρρύνεται ο διαχωρισμός ευθυνών στα ανώτατα κλιμάκια της επιχείρησης με σκοπό τη διασφάλιση ισορροπίας στην κατανομή εξουσιών και αρμοδιοτήτων και του ελέγχου τους. Η υποχρέωση του Προέδρου του Δ.Σ. να ελέγχει την λειτουργία του Δ.Σ. προφανώς αποδυναμώνεται από το ίδιο πρόσωπο παράλληλα ασκεί και τα καθήκοντα του Διευθύνοντος Συμβούλου της επιχείρησης".³²

Η έκθεση του Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αναφέρει σχετικά με το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου στο άρθρο 5.11 " Για λόγους ευελιξίας της διαδικασίας λήψεων αποφάσεων προτείνεται ο μέγιστος αριθμός μελών του Διοικητικού Συμβουλίου να είναι 13. Το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να προτείνει στην Γενική Συνέλευση των μετόχων τον αριθμό των μελών που απαιτούνται για την αποδοτική και ευέλικτη διακυβέρνηση της επιχείρησης με τον καλύτερο δυνατό τρόπο και έχοντας λάβει υπόψη όλα τα σχετικά δεδομένα. Συνεπώς, το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να απαρτίζεται από ικανοποιητικό αριθμό μελών προκειμένου να εξασφαλίζονται συνθήκες αποδοτικής συζήτησης και ανταλλαγής ιδεών".³³

³² Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.17

³³ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.18

Η έκθεση του ΣΕΒ δεν αναφέρεται άμεσα στο μέγεθος του Δ.Σ. συγκεκριμένα το άρθρο Β.1 περιγράφει τα παρακάτω "Το Διοικητικό Συμβούλιο της εισηγμένης στο Χ.Α.Α. εταιρίας περιλαμβάνει τον απαραίτητο αριθμό μελών ώστε να εξασφαλίζεται η αναγκαία διάκριση εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών και ακόμη να παρέχεται η δυνατότητα μεταξύ αυτών να επιφορτίζεται ορισμένα μέλη με καθήκοντα που απορρέουν από την ανάγκη διασφάλισης της ορθής εταιρικής διακυβέρνησης".³⁴

Η αναφορά στη διάρθρωση του Διοικητικού Συμβουλίου από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη περιλαμβάνεται τόσο στην έκθεση της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όσο και του ΣΕΒ. Στην μεν πρώτη στο άρθρο 5.6 αναφέρει "Είναι καλή πρακτική η πλειοψηφία του Διοικητικού Συμβουλίου να αποτελείται από μη εκτελεστικά μέλη ώστε να εξασφαλίζεται ανεξάρτητη κρίση κατά το μέγιστο βαθμό"³⁵ στο άρθρο 6.2 "Ορισμένα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να είναι ανεξάρτητα από τα μη εκτελεστικά μέλη και τους μετόχους που συγκεντρώνουν την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης και να μην διατηρούν καμία επιχειρηματική δραστηριότητα ή άλλη εμπορική σχέση με την επιχείρηση, η οποία θα μπορούσε να επηρεάσει την ανεξάρτητη κρίση τους. Οι οποιοσδήποτε διαπραγματεύσεις με την εταιρία θα πρέπει να περιορίζονται σε θέματα που αφορούν την διαπραγμάτευση της αμοιβής τους. Ο αριθμός των

³⁴ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 1

³⁵ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.17

ανεξαρτήτων μελών θα πρέπει να είναι επαρκής ώστε οι απόψεις τους να έχουν επαρκές ειδικό βάρος στη λήψη αποφάσεων".³⁶ Στο αντίστοιχο θέμα η έκθεση του ΣΕΒ αναφέρει "Το Διοικητικό Συμβούλιο της εισηγμένης στο Χ.Α.Α. εταιρίας περιλαμβάνει τον απαραίτητο αριθμό μελών ώστε να εξασφαλίζεται η αναγκαία διάκριση εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών και ακόμη να παρέχεται η δυνατότητα μεταξύ αυτών να επιφορτίζεται ορισμένα μέλη με καθήκοντα που απορρέουν από την ανάγκη διασφάλισης της ορθής εταιρικής διακυβέρνησης".³⁷

Στην έκθεση της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σχετικά με τη σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στα μέλη του Δ.Σ. της εταιρίας και των υπολοίπων stakeholders δεν εισέρχεται σε συγκεκριμένες διευκρινήσεις, άρθρο 5.12 "Όλα τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου οφείλουν να ασκούν τα καθήκοντα τους κατά τρόπο ανεξάρτητο, έχοντας ως γνώμονα το αποκλειστικό συμφέρον της επιχείρησης και του συνόλου των μετόχων",³⁸ καθώς και στο άρθρο 6.2 "Ορισμένα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να είναι ανεξάρτητα από τα εκτελεστικά μέλη και τους μετόχους που συγκεντρώνουν την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης και να μην διατηρούν καμία επιχειρηματική δραστηριότητα ή άλλη εμπορική σχέση με την επιχείρηση

³⁶ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.19

³⁷ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 1

³⁸ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.18

η οποία θα μπορούσε να επηρεάσει την ανεξάρτητη κρίση τους".³⁹ Αντίθετα με την έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τη σύγκρουση συμφερόντων, η έκθεση του ΣΕΒ πάνω στο συγκεκριμένο είναι σαφώς πιο περιεκτική, άρθρο Β.5 "Τα μέλη του Δ.Σ. απαγορεύεται να επιδιώκουν συμφέροντα που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρίας ή συνδεδεμένων με αυτή εταιριών. Οφείλουν μάλιστα να αποκαλύπτουν εις το Δ.Σ. τα συμφέροντα που ενδέχεται να ανακύψουν από σημαντικές συναλλαγές της εταιρίας καθώς επίσης και κάθε μορφής σύγκρουση ιδίων συμφερόντων με τα συμφέροντα της εταιρίας"⁴⁰ και συνεχίζει στα άρθρα Β.6 και Δ.5.β ως εξής "Τα μέλη του Δ.Σ. πρέπει να γνωστοποιούν στο Δ.Σ. τις προθέσεις τους για τη διενέργεια σημαντικών συναλλαγών και οικονομικών δραστηριοτήτων που σχετίζονται με την εταιρία καθώς επίσης και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της"⁴¹ και "Ο εσωτερικός ελεγκτής έχει τις ακόλουθες αρμοδιότητες: αναφέρει στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας με τα συμφέροντα της εταιρίας, τις οποίες διαπιστώνει κατά την άσκηση των καθηκόντων του".⁴²

Αξίζει να αναφερθεί ότι στο ζήτημα της εκλογής των μελών του Δ.Σ., τη διάρκεια της θητείας του καθώς και τις περιπτώσεις

³⁹ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.19

⁴⁰ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 2

⁴¹ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 2

⁴² ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 2

υποχρεωτικής αποχώρησης, και οι δύο εκθέσεις δεν κάνουν καμία αναφορά, παρά μόνο η έκθεση της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στο άρθρο 6.4 αναφέρει "Προτείνεται ως καλή πρακτική τα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου να μην εκλέγονται για πολλές θητείες".⁴³

Σχετικά με την αξιολόγηση της αποζημίωσης του Δ.Σ., η έκθεση του ΣΕΒ δεν παρουσιάζει κανένα στοιχείο, αντίθετα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παραθέτει τα εξής, άρθρο 1.2.5 "Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν το δικαίωμα να συμμετέχουν ισότιμα και αποδοτικά στις Γενικές Συνέλευσης των μετόχων και να είναι επαρκώς εγκαίρως και κατάλληλα ενημερωμένοι για τις αποφάσεις που θα πρέπει να λάβουν σχετικά με θεμελιώδεις αλλαγές στην επιχείρηση, οι οποίες συμπεριλαμβάνουν χωρίς να περιορίζονται τα εξής:

Την έγκριση του διορισμού και της ανάκλησης μελών του Διοικητικού Συμβουλίου καθώς και τον καθορισμό των αποδοχών και των καθηκόντων τους"⁴⁴ καθώς και στο άρθρο 6.1 "... Οι αμοιβές των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να είναι ανάλογες με τον χρόνο που διαθέτουν για τις συνεδριάσεις του και τη λήψη αποφάσεων για τη διοίκηση της επιχείρησης. Οι αμοιβές δεν θα πρέπει να συνδέονται με τη κερδοφορία της επιχείρησης. Η αμοιβή μπορεί να λαμβάνει τη μορφή απόκτησης μετοχών της επιχείρησης. Ωστόσο, οι αμοιβές των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου δεν θα

⁴³ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.20

⁴⁴ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.11

πρέπει να λαμβάνει τη μορφή συμμετοχής στο ασφαλιστικό / συνταξιοδοτικό πρόγραμμα της επιχείρησης.⁴⁵ " Όσον αφορά την αντίστοιχη έκθεση του ΣΕΒ, δεν περιέχει καμία σχετική αναφορά.

Η αλληλεπίδραση σχέση των μελών του Δ. Σ με τους θεσμικούς επενδυτές και τους πελάτες δεν λαμβάνεται υπόψη στην έκθεση του ΣΕΒ, αντίθετα, στην έκθεση της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνει τα εξής στο άρθρο 1.5 "Οι μέτοχοι ιδιαίτερα οι θεσμικοί επενδυτές και τα ασφαλιστικά ταμεία, θα πρέπει να ενθαρρύνονται στην χρήση των δικαιωμάτων ψηφοφορίας με τρόπο που να ενισχύει την αποδοτικότητα της επιχείρησης αλλά και της αγοράς. Η ενθάρρυνση χρήσης των δικαιωμάτων ψηφοφορίας θα πρέπει να προσαρμόζεται επίσης στην αυξανόμενη διεθνοποίηση της μετοχικής βάσης της επιχείρησης και να μην περιορίζεται στα εθνικά πλαίσια. Η χρήση των δικαιωμάτων ψηφοφορίας από τους θεσμικούς επενδυτές θα πρέπει να μην αντιτίθεται προς τα συμφέροντα των ιδιωτικών επενδυτών".⁴⁶

Οι συναντήσεις του διοικητικού συμβουλίου και η agenda αναφέρονται στην έκθεση της Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στο άρθρο 5.1 "Το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να συνεδριάζει τουλάχιστον μια

⁴⁵ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.19

⁴⁶ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.12

φορά το μήνα (ανάλογα με το μέγεθος και τον κλάδο που ανήκει η επιχείρηση), το θέμα δεν καλύπτεται από τον ΣΕΒ.⁴⁷

Τα θέματα πληροφόρησης και παρουσιάσεων παρουσιάζονται εκτενώς και στις δύο εκθέσεις. Στη μεν έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στα άρθρα 5.1 και 5.10 αναφέρονται τα εξής, "Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να αποκτούν κάθε σχετική πληροφορία, να ενεργούν με καλή πίστη, με την προσήκουσα επιμέλεια και φροντίδα και προς το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων"⁴⁸ και "Θα πρέπει να θεσπιστούν εσωτερικές διαδικασίες ελέγχου που θα εγγυώνται σε όλα τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου έγκαιρη, πλήρη και ισότιμη πρόσβαση σε πληροφορίες που είναι απαραίτητες για την άσκηση των καθηκόντων τους".⁴⁹ Ο ΣΕΒ αναφέρει τα ανάλογα στο άρθρο Δ.4 "...ο εσωτερικός ελεγκτής δικαιούται να λάβει γνώση οποιουδήποτε βιβλίου, εγγράφου, αρχείου τραπεζικού λογαριασμού και χαρτοφυλακίου της εταιρίας και να έχει πρόσβαση σε οποιαδήποτε υπηρεσία της εταιρίας. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και οι εργαζόμενοι της εταιρίας οφείλουν να συνεργάζονται και να παρέχουν πληροφορίες στο εσωτερικό ελεγκτή και γενικά να διευκολύνουν με κάθε τρόπο το έργο του. Η διοίκηση της εταιρίας οφείλει να παρέχει στο εσωτερικό ελεγκτή όλα τα

⁴⁷ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.16

⁴⁸ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.16

⁴⁹ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.18

απαραίτητα μέσα για τη διευκόλυνση της άσκησης κατάλληλου και αποδοτικού ελέγχου".⁵⁰

Όσον αφορά τον αριθμό, τη δομή και την ανεξαρτησία των επιτροπών μέσα στην επιχείρηση, οι δύο εκθέσεις αναφέρουν τα παρακάτω:

Η έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στο άρθρο 4.7 παρουσιάζει "Θα πρέπει να ενθαρρύνεται η καθιέρωση Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου, η οποία θα απαρτίζεται από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, των οποίων η εξουσία και καθήκοντα περιγράφονται ευκρινώς κατά το διορισμό τους από την Γενική Συνέλευση των μετόχων"⁵¹ η έκθεση του ΣΕΒ αναφέρει τα εξής στο άρθρο Β.2"Τα μη εκτελεστικά μέλη συμμετέχουν κατά πλειοψηφία στις Επιτροπές εκ μελών του Δ.Σ..."⁵² και επίσης στο άρθρο Ε.1 "Για την αποτελεσματικότερη διοίκηση της εταιρίας προβλέπονται και συνιστώνται εκ μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. δύο τουλάχιστον επιτροπές, η Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου και η Επιτροπή Αμοιβών και Παροχών".⁵³

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όσον αφορά την επίσημη αξιολόγηση του Διευθύνοντος Συμβούλου της εταιρίας παρουσιάζει τα κάτωθι (άρθρο 1.2.6) "Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν το δικαίωμα...για την έγκριση του

⁵⁰ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 3

⁵¹ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.15

⁵² ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 1

⁵³ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 4

διορισμού και της ανάκλησης του Διευθύνοντος Συμβούλου κατόπιν εισηγήσεως του Διοικητικού Συμβουλίου καθώς και των αποδοχών και των καθηκόντων του"⁵⁴ καθώς και στο άρθρο 5.1 "Το Διοικητικό Συμβούλιο ... θα πρέπει να εποπτεύει επί συνεχούς βάσεως τα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη (executive management) της επιχείρησης".⁵⁵ Από την πλευρά του ΣΕΒ, η αξιολόγηση του Διευθύνοντος Συμβούλου δεν καλύπτεται άμεσα από την έκθεση και απλά επισημαίνεται στο άρθρο Γ.2.β "Το ελάχιστο περιεχόμενο του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας πρέπει να περιλαμβάνει τα εξής: τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας και αξιολόγησης αυτών κατά την άσκηση των καθηκόντων τους".⁵⁶

Όσον αφορά τα θέματα της αποζημίωσης των εκτελεστικών μελών της επιχείρησης, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι πληρέστερη σε αντίθεση με την αντίστοιχη του ΣΕΒ. Συγκεκριμένα η μεν πρώτη αναφέρει χαρακτηριστικά στα άρθρα 1.2.6 και 5.3.3 "Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν το δικαίωμα...για την έγκριση του διορισμού και της ανάκλησης του Διευθύνοντος Συμβούλου κατόπιν εισηγήσεως του Διοικητικού Συμβουλίου καθώς και των αποδοχών και των καθηκόντων του", "Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει ειδικότερα την ευθύνη για τα εξής: την επιλογή, τον διορισμό και των έλεγχο των εκτελεστικών διευθυντικών

⁵⁴ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.12

⁵⁵ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.16

⁵⁶ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 2

στελεχών, τον καθορισμό της αμοιβής τους..."⁵⁷ καθώς επίσης και στα άρθρα 7.1 και 7.2 "Είναι καλή πρακτική η σύνδεση της αμοιβής των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών με την κερδοφορία και την εν γένει απόδοση της επιχείρησης...είναι καλή πρακτική η υιοθέτηση συγκεκριμένου μηχανισμού καθορισμού αμοιβών βάσει του οποίου θα καθορίζονται οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών".⁵⁸ Η δε έκθεση του ΣΕΒ απλά αναφέρει στο άρθρο Ε.3 "Η Επιτροπή Αμοιβών και Παροχών έχει ως αντικείμενο τον καθορισμό των πάσης φύσεως αμοιβών και παροχών προς τα εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. και τον καθορισμό πολιτικής αμοιβών και παροχών των στελεχών της εταιρίας"⁵⁹

Όσον αφορά το περιεχόμενο και τον χαρακτήρα της πληροφόρησης η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αναφέρει στο άρθρο 4 "Οι πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να εγγυώνται την έγκαιρη, πλήρη και λεπτομερή γνωστοποίηση πληροφοριών για όλα τα υλικά ζητήματα που σχετίζονται με την επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένης της χρηματοοικονομικής κατάστασης της απόδοσης, του ιδιοκτησιακού καθεστώτος καθώς και της διακυβέρνησης της επιχείρησης"

⁵⁷ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.17

⁵⁸ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.20

⁵⁹ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 4

⁶⁰αναλυτικότερα στο άρθρο 4.1 "Η εξασφάλιση της διαφάνειας συμπεριλαμβάνει την γνωστοποίηση πληροφοριών σχετικά με:

- Τα χρηματοοικονομικά και λειτουργικά αποτελέσματα της επιχείρησης
- Την μετοχική σύνθεση της επιχείρησης
- Τα ποσοτικά και ποιοτικά ζητήματα σχετικά με τους εργαζόμενους και άλλους συνεργαζόμενους στην επιχείρηση
- Τις δομές και πολιτικές διακυβέρνησης της επιχείρησης
- Τους στόχους και τις προοπτικές της επιχείρησης
- Την διενέργεια ασυνήθιστων συναλλαγών επί παραγώγων προϊόντων και συναλλαγών υψηλού κινδύνου καθώς και τον κίνδυνο τους"⁶¹

Καθώς επίσης και στο άρθρα 2.1.1 και 4.7.5, "Όλοι οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα ενημέρωσης σχετικά με τα δικαιώματα ψήφου που ενέχονται σε όλες τις κατηγορίες μετοχικών τίτλων πριν από την αγορά τους "⁶² και "Η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου ... θα πρέπει να

⁶⁰ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.14

⁶¹ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.15

⁶² Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.13

γνωστοποιείται στην ετήσια έκθεση της επιχείρησης ".⁶³ Αντίστοιχα η έκθεση του ΣΕΒ σχετικά με το περιεχόμενο και τον χαρακτήρα της πληροφόρησης αναφέρει (άρθρο Α.3) "Η Εταιρική Διακυβέρνηση επιδιώκει πλήρη διαφάνεια στην όλη διαχείριση της εταιρίας, ώστε να παρέχονται όλες οι ζωτικές πληροφορίες προς όλους τους stakeholders και να δίδεται έτσι η δυνατότητα σ' αυτούς να έχουν ενεργό ρόλο στη δραστηριότητα της εταιρίας βάσει της κείμενης νομοθεσίας και να προστατεύουν και προωθούν τα συμφέροντα τους ισότιμα και ακριβοδίκαια μέσα στο πλαίσιο της μακροχρόνιας και ισόρροπης ανάπτυξης της εταιρίας".⁶⁴

Η πληροφόρηση όσον αφορά την Εταιρική Διακυβέρνηση είναι ένα θέμα που αναφέρεται και στις δύο εκθέσεις ξεκάθαρα. Ειδικότερα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς περιλαμβάνει σχετικά στο άρθρο 1.4 παρ 1&2 "Οι Πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να εγγυώνται στους μετόχους ότι η λειτουργία της επιχείρησης χαρακτηρίζεται από δικαιοσύνη και διαφάνεια:

- Οι κανόνες και οι διαδικασίες που διέπουν την εκλογή των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, η απόκτηση επιχειρηματικού ελέγχου εισηγμένης επιχείρησης καθώς και η συντέλεση ασυνήθιστων συναλλαγών (συγχωνεύσεις, εξαγορές και πωλήσεις σημαντικού μέρους του ενεργητικού της επιχείρησης, έτσι ώστε οι επενδυτές να κατανοούν τα δικαιώματά τους και τη διαδικασία. Το τίμημα των συναλλαγών αυτών θα πρέπει να χαρακτηρίζεται από

⁶³ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.16

⁶⁴ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 1

διαφάνεια και να διακανονίζεται με όρους και προϋποθέσεις που προστατεύουν τα δικαιώματα των μετόχων

- Η ύπαρξη κεφαλαιακών δομών και διακανονισμών στις επιχειρήσεις, οι οποίες δίνουν τη δυνατότητα σε μερικούς μετόχους να αποκτούν τον έλεγχο της επιχείρησης σε βαθμό δυσανάλογο προς το ποσοστό ιδιοκτησίας τους, θα πρέπει να δημοσιοποιείται πλήρως⁶⁵

Επίσης και στο άρθρο 2.2 "Ενέργειες και συναλλαγές βασισμένες στην εσωτερική πληροφόρηση και σε καταχρηστικές κινήσεις προς ίδιον όφελος θα πρέπει να απαγορεύονται".⁶⁶ Αντίστοιχα, ο ΣΕΒ αναφέρει χαρακτηριστικά στα άρθρα Z.1& Z.2 :

- "Οι ανωτέρω αρχές εταιρικής διακυβέρνησης έχουν εκούσιο χαρακτήρα συνιστούν όμως ηθελημένες δεσμεύσεις της εταιρίας
- Η εταιρία οφείλει να γνωστοποιεί τουλάχιστον μέσω του ετήσιου δελτίου τις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης που εφαρμόζει"⁶⁷

Αξίζει να αναφερθεί ότι, όσον αφορά τις πρακτικές ψηφοφορίας των μετόχων, υπάρχει διεξοδική πληροφόρηση η έκθεση της Επιτροπής

⁶⁵ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.12

⁶⁶ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.13

⁶⁷ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 4

Κεφαλαιαγοράς αντίθετα δεν περιλαμβάνεται καμία ενημέρωση από την πλευρά της έκθεσης του ΣΕΒ. Αναλυτικότερα η έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς παρουσιάζει άρθρο 1.1.7 " Ως βασικά δικαιώματα των μετόχων νοούνται τα εξής: το δικαίωμα μιας ψήφου για κάθε κοινή μετοχή, ανεξαρτήτως της κατηγορίας της ",⁶⁸ το άρθρο 1.3.3 "Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να ψηφίζουν αυτοπροσώπως ή δι' αντιπροσώπου.

Σε οποιαδήποτε περίπτωση, οι ψήφοι έχουν την ίδια ισχύ "⁶⁹ το άρθρο 1.6 "Θα πρέπει να αποθαρρύνεται η θεσμοθέτηση δικαιωμάτων πολλαπλής ψήφου (multiple voting) αλλά και η εκδοχή προνομιούχων μετοχών χωρίς δικαιώματα ψήφου "⁷⁰ καθώς και στα άρθρα 2.1.1, 2.1.2 & 2.1.3 περί ίσων δικαιωμάτων των μετόχων, ψηφοφορίας δι' αντιπροσώπου και ισότιμη μεταχείριση μετόχων.

Η συχνότητα συνάντησης της επιτροπής, το μέγεθος αυτής και η agenda, αναλύονται σε μεγάλο βαθμό, από αμφότερες τις εκθέσεις. Στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και ειδικότερα στο άρθρο 4.7 αναφέρονται τα εξής, "Η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου:

⁶⁸ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.11

⁶⁹ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.12

⁷⁰ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.13

- Θα πρέπει να δημιουργείται ως υπο -επιτροπή του Διοικητικού Συμβουλίου προς το οποίο απευθύνεται και ενημερώνει τακτικά. Η λειτουργία της θα πρέπει να χαρακτηρίζεται από αποσαφηνισμένους όρους αναφοράς οι οποίοι θα περιγράφουν επαρκώς την συμμετοχή, εξουσία και τα καθήκοντα τους. Οι συναντήσεις τους θα πρέπει να γίνονται σε τακτά χρονικά διαστήματα, δύο ως τρεις φορές το χρόνο
- Θα πρέπει να περιλαμβάνει στη σύνθεση της τουλάχιστον τρία μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου
- Θα πρέπει με σκοπό την επίλυση όλων των εκκρεμοτήτων να προβαίνει σε επικοινωνία με τους εσωτερικούς και εξωτερικούς (ανεξάρτητους) ελεγκτές σε τακτά χρονικά διαστήματα
- Θα πρέπει να έχει την εξουσία να διερευνά όλα τα ζητήματα που εμπίπτουν στις αρμοδιότητες της, να έχει πόρους που απαιτούνται για την δραστηριότητα της καθώς και πρόσβαση σε όλες τις απαραίτητες πληροφορίες. Η επιτροπή ελέγχου θα πρέπει να είναι σε θέση να αποκτά εξωτερικές συμβουλές και εάν είναι αναγκαίο να προσκαλεί εξωτερικούς εμπειρογνώμονες να παρακολουθούν τις συναντήσεις της επιτροπής

- Η σύνθεση της επιτροπής θα πρέπει να γνωστοποιείται στην ετήσια έκθεση της επιχείρησης"⁷¹

Από την πλευρά του ΣΕΒ, στο αντίστοιχο θέμα παρουσιάζει τα άρθρα Ε.2 και Ε.4 "Η Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου η οποία συνέρχεται τουλάχιστον 3 φορές το χρόνο αξιολογεί και αξιοποιεί τα ευρήματα ελεγκτικού έργου των οργάνων των εποπτικών αρχών και του εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου δια αναφοράς στο σύνολο του Δ.Σ. της εταιρίας "⁷²και επίσης "Η σύνθεση και η λειτουργία των επιτροπών αυτών προβλέπονται από τον εσωτερικό κανονισμό και σκοπός τους είναι η υποβοήθηση του συνόλου το Δ.Σ. στο έργο του"⁷³

Στο θέμα της δημοσιοποίησης της αποζημίωσης και της εισφοράς των διευθυντικών στελεχών της επιχείρησης ο ΣΕΒ δεν παρουσιάζει κάτι σχετικό, αντίθετα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στο άρθρο 7.1 αναφέρει "...Είναι καλή πρακτική η δημοσιοποίηση του συνολικού ποσού των αμοιβών των εκτελεστικών διευθυντών αναλυτικά και δικαιολογημένα στις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης"⁷⁴ και επίσης στο άρθρο 7.2 "Η αμοιβή των εκτελεστικών διευθυντών θα πρέπει να ελέγχεται από επιτροπή ελέγχου, η οποία θα απαρτίζεται κατά πλειοψηφία από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, θα εκλέγεται από την

⁷¹ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.15-16

⁷² ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 4

⁷³ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 4

⁷⁴ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.20

Γενική Συνέλευση των μετόχων και η σύνθεση της θα ανακοινώνεται στην ετήσια (Τακτική Γενική Συνέλευση) της επιχείρησης ".⁷⁵

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, σε θέματα ακρίβειας της πληροφόρησης, στα συστήματα εσωτερικού ελέγχου και την υπευθυνότητα αυτών, προτείνει τα παρακάτω (άρθρο 4.2) "Οι πληροφορίες θα πρέπει να συλλέγονται και να γνωστοποιούνται σύμφωνα με τους ισχύοντες κανόνες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και θα πρέπει να είναι στο πνεύμα των κανόνων του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης"⁷⁶ στο άρθρο 4.4 ". Η ετήσια έκθεση και οι τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να περιέχουν μια συνεπή παρουσίαση της συνολικής χρηματοοικονομικής κατάστασης της επιχείρησης η οποία θα υποστηρίζεται από την παροχή επαρκών πληροφοριών σχετικά με την αποδοτικότητα και τις προοπτικές της επιχείρησης"⁷⁷ και επίσης στο άρθρο 5.3.4 "Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει ειδικότερα την ευθύνη για τα εξής: την αρτιότητα των προς γνωστοποίηση λογιστικών και χρηματοοικονομικών καταστάσεων, συμπεριλαμβανομένης και την έκθεσης ορκωτών ελεγκτών (ανεξάρτητου ελέγχου) και την ύπαρξη διαδικασίας ελέγχου κινδύνων, οικονομικού ελέγχου και την συμμόρφωση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης με

⁷⁵ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.20

⁷⁶ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.15

⁷⁷ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.15

την εκάστοτε νομοθεσία ⁷⁸. Αντίστοιχα η έκθεση του ΣΕΒ αναφέρει, (άρθρο Γ.1) "Βασική αρχή της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η ύπαρξη εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας της εταιρίας. Ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας καταρτίζεται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρίας και αποσκοπεί στην υποβοήθηση του Διοικητικού Συμβουλίου στην άσκηση των καθηκόντων του, με σκοπό τη διασφάλιση του εταιρικού συμφέροντος ⁷⁹ καθώς επίσης και στα άρθρα Δ.1, Δ.2 & Δ.3: "Η οργάνωση και η λειτουργία εσωτερικού ελέγχου αποτελεί βασική προϋπόθεση της εταιρικής διακυβέρνησης. Η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου πραγματοποιείται από ειδική υπηρεσία της εταιρίας, στην οποία απασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο" (άρθρο Δ.1), "Ο εσωτερικός ελεγκτής υπάγεται μεν ιεραρχικά στη διοίκηση της εταιρίας είναι όμως ανεξάρτητος από την άσκηση των καθηκόντων του"(άρθρο Δ.2.) "Ο εσωτερικός ελεγκτής ορίζεται από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας...Η εταιρία υποχρεούται να ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για οποιαδήποτε μεταβολή στο πρόσωπο ή την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου εντός δέκα εργάσιμων ημερών από τη μεταβολή αυτή"(άρθρο Δ.3).⁸⁰

Οι μηχανισμοί εξουδετέρωσης προσπάθειας εξαγοράς της επιχείρησης δεν περιλαμβάνονται κατά κανένα τρόπο -άμεσο ή έμμεσο- στην έκθεση που έχει συντάξει ο ΣΕΒ. Αντίθετα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αναφέρει στο άρθρο 1.4.3 "Μηχανισμοί που περιορίζουν ή

⁷⁸ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.17

⁷⁹ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 2

⁸⁰ ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Αθήνας, 2001, σελ 3

αποτρέπουν τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές θα πρέπει να υιοθετούνται μόνο με γνώμονα το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων ⁸¹ στο άρθρο 5.8 "Το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να θεσπίζει κανόνες που θα διέπουν τις διαδικασίες ορισμένων κατηγοριών συναλλαγών (συγχωνεύσεις, εξαγορές, σημαντικές αλλαγές στο κεφάλαιο της επιχείρησης) ⁸²και στο άρθρο 5.13 "...Το εκάστοτε ισχύον σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να αποθαρρύνει την χρήση μηχανισμών αποτροπής των διαδικασιών συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η τυχόν χρήση τέτοιων μηχανισμών ή συστημάτων θα γίνεται πάντοτε με γνώμονα το συμφέρον των μετόχων".⁸³

ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΙΣ ΑΡΧΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Η ελληνική πολιτεία, πρόσφατα - 17 Μαΐου 2002 - εξέδωσε το νόμο 3016/2002 "Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις". Η κίνηση αυτή αντανακλά τη διάθεση της πολιτείας να λάβει με περισσότερη υπευθυνότητα το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης. Οι προηγούμενες αναφορές - οι ήδη αναλυτικά συγκρινόμενες εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του ΣΕΒ - ήταν το πρώτο βήμα, για ένα θέμα που στην Ελλάδα βρίσκεται ακόμα στα σπάργανα.

⁸¹ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.12

⁸² Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.18

⁸³ Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, Αθήνα 1999, σελ.18

Οι συγκεκριμένες εκθέσεις αναμφισβήτητα αποτέλεσαν το εφαλτήριο για τη δημιουργία συστήματος διακυβέρνησης βασισμένο στα πρότυπα των ανεπτυγμένων χωρών, ωστόσο η εθελούσια εφαρμογή τους από την πλευρά των επιχειρήσεων, ήταν τροχοπέδη για το σκοπό τον οποίο είχαν δημιουργηθεί, την ομοιομορφία, δηλαδή, στον τρόπο διακυβέρνησης. Λύση για το παραπάνω πρόβλημα, είναι η δημιουργία του Ν.3016/2002.

Ο νόμος περιλαμβάνει συνολικά 11 άρθρα και η διάρθρωση του νόμου με βάση τα άρθρα είναι η εξής:

- Άρθρο 1 : Πεδίο Εφαρμογής
- Άρθρο 2 : Διοικητικό Συμβούλιο: Υποχρεώσεις και Καθήκοντα
- Άρθρο 3 : Διοικητικό Συμβούλιο: Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου
- Άρθρο 4 : Διοικητικό Συμβούλιο: Ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου
- Άρθρο 5 : Διοικητικό Συμβούλιο: Αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών
- Άρθρο 7 : Διοικητικό Συμβούλιο: Οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου
- Άρθρο 8 : Διοικητικό Συμβούλιο: Αρμοδιότητες της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου
- Άρθρο 9 : Λοιπές και Μεταβατικές Διατάξεις: Αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών - Αποκλίσεις στη χρήση αντληθέντων κεφαλαίων

- Άρθρο 10 : Λοιπές και Μεταβατικές Διατάξεις: Συνέπειες παραβίασης των διατάξεων του παρόντος
- Άρθρο 11 : Λοιπές και Μεταβατικές Διατάξεις: Μεταβατικές διατάξεις

Σύμφωνα με το νομοθετικό πλαίσιο, η εφαρμογή των διατάξεων αφορούν ανώνυμες εταιρίες εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Είναι γεγονός ότι ο συγκεκριμένος νόμος δεν ξεφεύγει από τις δύο, ως προς το περιεχόμενο του, προηγούμενες εκθέσεις, και ιδιαίτερα μάλιστα αυτή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Χαρακτηριστικό του νόμου εντούτοις, είναι ότι ενώ σε μέγεθος είναι σαφώς πιο περιορισμένος έναντι της έκθεσης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς εντούτοις ξεφεύγει από την αοριστία και την γενικότητα που παρουσιάζει η έκθεση σε πολλά σημεία.

Αναλυτικότερα, όσον αφορά τη διάρθρωση των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου σε εκτελεστικά και μη ο νόμος είναι σαφής στο άρθρο 3.1"... Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν πρέπει να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Αν προκύψει κλάσμα, στρογγυλοποιείται στον επόμενο ακέραιο αριθμό. Μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη."⁸⁴ για τις αμοιβές των μη εκτελεστικών μελών "Η αμοιβή και οι τυχόν λοιπές αποζημιώσεις των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου καθορίζονται σύμφωνα με τον Ν. 2190/1920 και είναι ανάλογες με το χρόνο που διαθέτουν για τις συνεδριάσεις του και την εκπλήρωση των καθηκόντων που τους

⁸⁴ Νόμος 3016/2002 σελ. 1

ανατίθενται σύμφωνα με το νόμο αυτό ⁸⁵. Θέτει ως αναγκαιότητα για την εισαγωγή της εταιρίας στο Χ.Α.Α. την ύπαρξη εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας (άρθρο 6).

Επίσης, στο άρθρο 7.2 σχετικά με τους εσωτερικούς ελεγκτές ο νόμος είναι ξεκάθαρος "Οι εσωτερικοί ελεγκτές κατά την άσκηση των καθηκόντων τους είναι ανεξάρτητοι, δεν υπάγονται σε καμία άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρίας και εποπτεύονται από ένα έως τρία μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου" και στο άρθρο 7.3 "οι εσωτερικοί ελεγκτές οφείλουν να ενημερώνουν εγγράφως μια φορά τουλάχιστον το τρίμηνο το διοικητικό συμβούλιο για το διενεργούμενο από αυτούς έλεγχο και να παρίστανται κατά τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων"⁸⁶, καθώς επίσης και στο άρθρο 9.3 "Σημαντικές αποκλίσεις στη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων...μπορούν να αποφασισθούν από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας με πλειοψηφία των % των μελών του και την έγκριση της γενικής συνέλευσης που συγκαλείται για το σκοπό αυτό."⁸⁷

Μια σημαντική παράμετρος του νόμου, αφορά την επιβολή κυρώσεων για παραβίαση των διατάξεων του παρόντος, ειδικότερα το άρθρο 10 αναφέρει " σε όποιον ασκεί αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου και δεν τηρεί τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τα άρθρα 3 έως 8 και 11 του παρόντος η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εφόσον

⁸⁵ Νόμος 3016/2002 σελ. 2

⁸⁶ Νόμος 3016/2002 σελ. 2

⁸⁷ Νόμος 3016/2002 σελ. 3

διαπιστώνει τούτο, επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται στη παράγραφο 4β του άρθρου 1 του Ν.2836/2000."⁸⁸

Επίσης, ο νόμος περιλαμβάνει και το μεταβατικό στάδιο συμμόρφωσης των εταιριών με το συγκεκριμένο θεσμικό πλαίσιο, στο άρθρο 11, αναφέρεται για τις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εξάμηνη προθεσμία από την έναρξη του ισχύοντος του παρόντος νόμου, συμμόρφωση με τις διατάξεις των άρθρων 3,4,6 έως 8. Για τις εταιρίες που εκκρεμεί η αίτηση εισαγωγής τους στο Χ.Α.Α. υποχρεούνται να συμμορφωθούν με τα αντίστοιχα για τις εισηγμένες εταιρίες άρθρα -3,4,6 έως 8-μέσα σε τρεις μήνες από την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί ότι, η υιοθέτηση αρχών και δομών εταιρικής διακυβέρνησης είναι μια μακροχρόνια επένδυση η οποία αναμφισβήτητα συμβάλλει στην αύξηση της αξίας κάθε επιχείρησης. Είναι αλήθεια ότι τα οφέλη δεν είναι άμεσα εμφανή, σε αντίθεση με το κόστος το οποίο θα νιώσουν άμεσα στα αποτελέσματα τους οι εταιρείες.

Γι' αυτό το λόγο οι εταιρείες δεν θα πρέπει να δουν το όλο θέμα ως αναγκαστική συμμόρφωση σε έναν νόμο, αλλά σαν μια ευκαιρία να αναδιοργανώσουν το διοικητικό συμβούλιο, ώστε αυτό να καθοδηγεί σωστά και να προσθέτει αξία στην εκτελεστική διοίκηση των επιχειρήσεων. Μόνο με αυτόν τον τρόπο θα έχουν οι εταιρείες σημαντικά οφέλη και θα αποδώσει η σχετική επένδυση που πραγματοποιούν.

⁸⁸ Νόμος 3016/2002 σελ. 3

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ Ν. 3016/02 ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ Α.Ε.

Ιδιωτικό διεθνές δίκαιο

Κρίσιμη για τον εντοπισμό του πεδίου εφαρμογής του Ν. 3016/02 («Νόμος») από τη σκοπιά του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου είναι η ένταξη των ρυθμίσεων που εμπεριέχει στον τομέα του δικαίου της κεφαλαιαγοράς ή σε εκείνον του εταιρικού δικαίου. Η κατηγοριοποίηση αυτή θα οδηγήσει στον προσδιορισμό του συνδυετικού στοιχείου με το οποίο θα καθοριστεί σε ποιες περιπτώσεις ο Νόμος τυγχάνει εφαρμογής. Εφόσον ο Νόμος θεωρηθεί εταιρικό δίκαιο και σύμφωνα με το αρθρ. 10ΑΚ, οι διατάξεις του θα εφαρμόζονται αποκλειστικά σε εταιρείες οι οποίες έχουν έδρα στην Ελλάδα.⁸⁹ Αντίθετα, εάν ο Νόμος θεωρηθεί τμήμα του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, τότε τα κρίσιμο στοιχείο για την εφαρμογή του πλέον ως κανόνα αμέσου εφαρμογής⁹⁰ αποτελεί η εισαγωγή ή η αίτηση εισαγωγής κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα από οποιαδήποτε ελληνική ή αλλοδαπή εταιρεία. Υπέρ της πρώτης άποψης μπορεί να αντληθεί επιχείρημα από το δεύτερο εδάφιο της υπό εξέταση διάταξης, σύμφωνα με το οποίο «οι διατάξεις του ΚΝ 2190/20 προσφέρει επιχείρημα υπέρ της ένταξης του Νόμου με τον ΚΝ 2190/20 προσφέρει επιχείρημα υπέρ της ένταξης του συνόλου της

⁸⁹ Αλ. Μεταλληνός σε, Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, Εισαγωγικό Μέρος και Γενικές Διατάξεις (άρθρο 6 κ.ν. 2190/1920), επιμέλεια Ε. Περάκη, Τ. 1, β' έκδ., Αθήνα, Νομική Βιβλιοθήκη, 2000,673.

⁹⁰ Μεταλληνός, ό.π., σελ. 684

ρύθμισης στη νομοθεσία περί εταιρειών. Η άποψη αυτή αποκρούεται, καθώς:

- Η διατύπωση του τίτλου του «κεφαλαίου Α΄» του Νόμου, «ειδικά θέματα διοίκησης και λειτουργίας ανωνύμων εταιρειών που έχουν εισηγμένες μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα»
- Ο καθορισμός της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ως εποπτεύουσας αρχής και
- Ο ίδιος ο σκοπός του Νόμου, ο οποίος είναι η ενίσχυση της διαφάνειας της λειτουργίας των εισηγμένων εταιρειών προς το συμφέρον των επενδυτών, συνηγορούν υπέρ της δεύτερης άποψης, υπέρ δηλαδή της θεώρησης του Νόμου ως ρύθμισης της χρηματιστηριακής αγοράς.

Μία τρίτη άποψη για το πεδίο εφαρμογή του Νόμου από τη σκοπιά του ιδιωτικού διεθνούς δικαίου είναι, δεδομένης της διάταξης του δευτέρου εδαφίου του υπό εξέταση άρθρου περί συμπληρωματικής εφαρμογής αποκλειστικά της ελληνικής νομοθεσίας περί εταιρειών, ότι η εφαρμογή του Νόμου απαιτεί την ύπαρξη ελληνικής εταιρείας που εισάγει αξίες της σε ελληνική οργανωμένη αγορά και άρα δεν αποτελεί όχι μόνο προς την αρχή της ισότητας αλλά και προς το σκοπό του Νόμου, που είναι η υιοθέτηση κανόνων διαφάνειας από όλες τις εταιρείες οι οποίες ζητούν χρηματοδότηση από το ελληνικό επενδυτικό κοινό.

Η επικουρική εφαρμογή του ν. 3016/02 έναντι του ν. 2190/20

Το άρθρο 1 ν. 3016/02 καθιερώνει την επικουρική εφαρμογή των διατάξεών του, σε σχέση με αυτές του ν. 2190/20. Υπό αυτή την έννοια, τα άρθρα 1-9 ν. 3016/02, ως ειδικές διατάξεις, κατισχύουν των αντίστοιχων διατάξεων του ν. 2190/20, οι οποίες εφαρμόζονται μόνο στο μέτρο που δεν αντίκεινται στις διατάξεις του ν. 3016/02. Το κριτήριο για την εφαρμογή του νόμου, πάντως, τίθεται όχι στην εθνικότητα της εταιρίας, αλλά στο γεγονός ότι αυτή έχει εισαγάγει τις κινητές αξίες της σε αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα. Δεν εξετάζεται εάν αυτές οι κινητές αξίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε τέτοια αγορά, ούτε ο όγκος των συναλλαγών επί των αξιών. Επομένως, η τυχόν αναστολή διαπραγμάτευσης της μετοχής δε συνεπάγεται την εξαίρεση από την υπαγωγή της εκδότριας εταιρίας στο πεδίο εφαρμογής του ν. 3016/02. Σε κάθε περίπτωση, η αναφορά στην εφαρμογή του ν. 2190/20 έχει αξία μόνο στην περίπτωση που πρόκειται για ελληνική εταιρία, η οποία θα έχει εισαγάγει τις κινητές της αξίες σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα. Εξυπακούεται πως, εφόσον θα πρόκειται για αλλοδαπή εταιρία που θα εισαγάγει τις κινητές της αξίες στην Ελλάδα, θα εφαρμόζεται σε αυτή η αντίστοιχη εταιρική νομοθεσία του κράτους καταγωγής της. Η εφαρμογή του ν. 3016/02 και στις αλλοδαπές εταιρίες που θα εισαγάγουν τις μετοχές τους ή άλλες κινητές αξίες σε ελληνική οργανωμένη αγορά, κατά την έννοια του νόμου, θα έχει ωστόσο ως αποτέλεσμα την υπαγωγή αυτών των εταιριών στο νομικό καθεστώς δύο κρατών, αυτού της καταγωγής τους και της Ελλάδας, όπου η εταιρία θα έχει εισαγάγει τις κινητές αξίες της. Ομοίως, το νομικό καθεστώς περισσότερων του ενός κρατών θα εφαρμοζόταν στις εταιρίες που θα

είχαν εισαγάγει τις μετοχές τους σε περισσότερα του ενός χρηματιστήρια πέραν του ελληνικού.

Η εφαρμογή του ν. 3016/02 σε επιχειρήσεις ειδικής νομικής μορφής

Ο ν. 3016/02 εφαρμόζεται στις Εταιρίες Χαρτοφυλακίου Αναδυομένων Αγορών, οι οποίες λειτουργούν ως ειδικής μορφής ανώνυμες εταιρίες και οι οποίες εισάγουν τις μετοχές τους στην Παράλληλη αγορά Αναδυομένων Αγορών.⁹¹ Αντίθετα, τα Επενδυτικά Κεφάλαια Αναδυομένων Κεφαλαιαγορών εξαιρούνται από το πεδίο εφαρμογής των διατάξεων του Νόμου, καθώς δε λειτουργούν ως ανώνυμες εταιρίες.⁹² Εξάλλου, στο πεδίο εφαρμογής του Νόμου δεν υπάγονται οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων συμβατικής μορφής που έχουν εισαγάγει τα μερίδιά τους στην ανωτέρω αγορά. Η αναφορά του άρθρου 1 σε ανώνυμες εταιρίες υποδηλώνει εξάλλου ότι οι διατάξεις του ν. 3016/02 δεν εφαρμόζονται στην υποθετική περίπτωση ετερόρρυθμης κατά μετοχές εταιρίας που θα έχει εισαγάγει τις μετοχές της σε αλλοδαπή χρηματιστηριακή αγορά και που, στη συνέχεια, θα ζητούσε, εφόσον επιτραπεί, την παράλληλη εισαγωγή των μετοχών της σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα.

⁹¹ Βλ. άρθρα 16 Α ν. 1969/91 και 34 παρ. 1 ν. 2533/97

⁹² Βλ. άρθρα 35 επ. ν. 2533/97.

ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΝΟΜΟΥ ΜΕ ΑΦΕΤΗΡΙΑ ΤΗΝ ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΕΤΑΙΡΙΚΟΥ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΟΣ

Οι στόχοι της διοίκησης της εταιρίας

Το άρθρο 2 παρ. 1 ν. 3016/02 φαίνεται να διαφοροποιεί τους στόχους της διοίκησης των εισηγμένων εταιριών, σε σχέση με τους στόχους της διοίκησης των λοιπών ανωνύμων εταιριών. Ειδικότερα, αυτή η διάταξη θεωρεί ως «πρώτιστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του διοικητικού συμβουλίου» των εισηγμένων εταιριών «(τη διαρκή επιδίωξη) της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας και την προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος». Αυτή η διαφοροποίηση, ωστόσο, δεν είναι παρά φαινομενική, στο μέτρο που η εξυπηρέτηση του εταιρικού συμφέροντος αποτελεί υποχρέωση των μελών του συμβουλίου, η δε επιδίωξη της διατήρησης, σε μακροχρόνια βάση, της αξίας της εταιρίας επίσης εκφράζει ένα στόχο, ο οποίος χαρακτηρίζει και πρέπει να χαρακτηρίζει τις επιδιώξεις της διοίκησης οποιασδήποτε εταιρίας, στην προοπτική της συνέχισης της λειτουργίας της επιχείρησης. Επομένως, ο νέος νόμος απλώς περιγράφει ένα καθήκον των μελών του συμβουλίου, το οποίο προκύπτει και από τη γενική υποχρέωση δραστηριοποίησης αυτών, για την επίτευξη του αντικειμένου της επιχείρησης. Η διατύπωση της πρώτης παραγράφου του άρθρου 2 του νέου νόμου προδίδει πάντως την επιλογή των συντακτών του, για την εξειδίκευση των στόχων που εξυπηρετεί η θέσπιση κανόνων εταιρική διακυβέρνησης. Η αναφορά στην «(ενίσχυση) της μακροχρόνιας οικονομική αξίας της εταιρίας» φανερώνει την αποδοχή της θεωρίας που τοποθετεί την εταιρική διακυβέρνηση ως

μέτρο τόνωσης της αξίας της μετοχής της εταιρίας (shareholder value theory). Από την άλλη πλευρά όμως, η αναφορά εξίσου στην «προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος» φαίνεται να υπονοεί τη θεωρία που θέτει ως κύριο στόχο της εταιρικής διακυβέρνησης την εξυπηρέτηση του συνόλου των παραγόντων που αναμειγνύονται στην εταιρική δραστηριότητα (stakeholder theory).⁹³ Η συνολική προσέγγιση του νόμου, στην πραγματικότητα, αποκαλύπτει μία προσπάθεια συγκερασμού των δύο αυτών θεωριών. Η εξυπηρέτηση των συμφερόντων των επιμέρους παραγόντων όμως επιτελείται στο πλαίσιο της προώθησης του συμφέροντος της εταιρίας. Κατ' αυτό τον τρόπο, η επιδίωξη της ενίσχυσης της αξίας της μετοχής προσεταιρίζεται το εταιρικό συμφέρον, το οποίο, με τη σειρά του, περικλείει ειδικότερα συμφέροντα. Αυτή η προσέγγιση ωστόσο αφήνει ευρύ πεδίο σύγκρουσης των δύο στόχων, δηλαδή της επιδίωξης της μακροχρόνιας ενίσχυσης της αξίας της μετοχής και της εξυπηρέτησης του γενικού εταιρικού συμφέροντος. Σε μία τέτοια περίπτωση, ανακύπτει το ερώτημα ποιος από τους δύο στόχους θα υπερισχύσει του άλλου. Ο νόμος δε λαμβάνει θέση στο ανωτέρω ζήτημα, το οποίο θα επιλύεται κατά τη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης της εταιρίας, αλλά με τον κίνδυνο εκ των υστέρων να διαπιστωθεί ότι η συγκεκριμένη στάση του διοικητικού συμβουλίου δεν υπήρξε η ενδεδειγμένη, με συνακόλουθο αποτέλεσμα τη δημιουργία πεδίου ευθύνης των μελών του συμβουλίου. Αυτός ο κίνδυνος είναι υπαρκτός, καθίσταται δε εντονότερος με δεδομένη τη χρήση όρων που επιδέχονται διάφορες ερμηνείες, κατά περίπτωση και ανάλογα με τις υφιστάμενες συνθήκες, όπως π.χ. «μακροχρόνια» ενίσχυση και «γενικό» συμφέρον. Το ζήτημα λαμβάνει μία άλλη διάσταση, ως προς τις εταιρίες επενδύσεων

⁹³ R. Smerdon, A practical guide to corporate governance, Sweet & Maxwell, London, 1998,

χαρτοφυλακίου, για τις οποίες το άρθρο 2 της απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με αριθμό 8422/98 καθιερώνει υποχρέωση της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου τους, δηλαδή της εκπλήρωσης του αντικειμένου της επιχείρησης, «αποκλειστικά προς το συμφέρον των επενδυτών», οι οποίοι, στην υπό κρίση περίπτωση, ταυτίζονται με τους μετόχους της εταιρίας. Αυτή η προσέγγιση θα πρέπει να θεωρηθεί ότι μεταβάλλεται με το ν. 3016/02, ο οποίος, είτε ως τέτοιος, είτε ως μεταγενέστερο κείμενο υπερισχύει της κανονιστική απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Το γενικό εταιρικό συμφέρον

Η επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας αξίας της εταιρίας εμπεριέχει την αρχή της μεγιστοποίησης του εταιρικού κέρδους, αν και η προώθηση του «γενικού εταιρικού συμφέροντος», ως στόχου που περικλείει και την εξυπηρέτηση επιμέρους συμφερόντων, επιτρέπει μία περισσότερο ή λιγότερο κοινωνική προσέγγιση της ενάσκησης της εταιρικής δραστηριότητας, όπως αυτή εξειδικεύεται από το ν. 3016/02. Υπό αυτή την έννοια, ως κέρδος θα θεωρείται όχι μόνο το οικονομικό όφελος των μετόχων, αλλά τα γενικότερα οφέλη που αποκομίζουν και οι λοιποί παράγοντες, οι οποίοι εμπλέκονται στην άσκηση της εταιρικής δραστηριότητας.⁹⁴ Ο νόμος ωστόσο, περιορίζει το γενικό συμφέρον, με άξονα την εταιρία, θεωρώντας αυτό ως εταιρικό συμφέρον. Υπό αυτή την έννοια, ο ν. 3016/02 δεν εκφράζει απόλυτα την κοινωνιολογική θεώρηση της εταιρίας. Η ενίσχυση της αξίας της εταιρίας, σε μακροπρόθεσμη βάση, πάντως, απολήγει και σε εξυπηρέτηση του κοινωνικού συμφέροντος. Σε κάθε περίπτωση, με την εξειδίκευση του εταιρικού συμφέροντος ως γενικού, προφανώς υπονοώντας ότι αυτό περιλαμβάνει και άλλα

⁹⁴ Walter de Gruyter, Berlin/ New York, 1985

επιμέρους ειδικά συμφέροντα, ο ν. 3016/02 αποδέχεται την ιδιαιτερότητα και την αυτοτέλεια του εταιρικού συμφέροντος, σε σχέση με τα επιμέρους συμφέροντα των λοιπών παραγόντων που αναμειγνύονται στην ενάσκηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Θέτοντας όμως ως πρώτη υποχρέωση των μελών του διοικητικού συμβουλίου όμως ως πρώτη υποχρέωση των μελών του διοικητικού συμβουλίου την εξυπηρέτηση άλλου συμφέροντος, σε βάρος του εταιρικού, με την έννοια ότι αυτό το συμφέρον θα διαφοροποιείτο από το «γενικό εταιρικό συμφέρον», όπως το τελευταίο εκλαμβάνεται από το ν. 3016/02. Επομένως, το διοικητικό συμβούλιο οφείλει να θέτει το εταιρικό συμφέρον σε ανώτερη βαθμίδα ιεραρχίας από το κοινωνικό, στο μέτρο που το δεύτερο δε συνδέεται με το πρώτο. Το πότε αυτό θα συμβαίνει θα κρίνεται κατά περίπτωση, αλλά με βάση το δεδομένο προσανατολισμό του νόμου προς την εξυπηρέτηση του εταιρικού συμφέροντος. Το ζήτημα είναι ότι ο ν. 3016/02 δεν περιέχει ασφαλές κριτήριο, για την εννοιολογική οριοθέτηση του εταιρικού συμφέροντος, που θα συνιστά τη βάση για τη συμπεριφορά της διοίκησης της εταιρίας. Από την άλλη πλευρά πάντως, δε μπορεί να αγνοηθεί και το γεγονός ότι, συχνά, για τη λήψη απόφασης, θα τίθεται ζήτημα επιλογής μεταξύ του μέγιστου δυνατού κέρδους και του επαρκούς και αποδεκτού κέρδους, καθώς και μεταξύ του κέρδους και της ανάπτυξης.⁹⁵ Στην πραγματικότητα, οι επιδιώξεις και, άρα, τα συμφέροντα, κάθε φορέα αξιολογούνται και κατατάσσονται σε τάξεις, ανάλογα με τη σπουδαιότητά τους. Η εξισορρόπηση των επιμέρους συμφερόντων έχει την έννοια όχι της θυσίας οφέλους, αλλά της ικανοποίησης αυτών των συμφερόντων, όμως μόνο στην έκταση που είναι αναγκαία για την επίτευξη του μέγιστου δυνατού κέρδους, σε

⁹⁵ Krause, ό. π., 105

μακροπρόθεσμη βάση.⁹⁶ Το εταιρικό συμφέρον προβάλλει συνεπώς ως η συνισταμένη επιμέρους συμφερόντων.⁹⁷ Το ζήτημα εντοπίζεται στην ανεύρεση του κριτηρίου, με βάση το οποίο θα σχηματίζεται η συνισταμένη των επιμέρους συμφερόντων, που συνθέτουν το εταιρικό –κοινωνικό συμφέρον, χωρίς όμως αυτό να ταυτίζεται με το άθροισμα αυτών των συμφερόντων. Πρακτικά, θα επιτελείται ιεράρχηση των επιμέρους συμφερόντων, κατά περίπτωση, για την ανεύρεση της συνισταμένης, με στόχο την εξυπηρέτηση, στο μεγαλύτερο δυνατό βαθμό, του μεγαλύτερου αριθμού συμφερόντων, ή του σημαντικότερου από τα επιμέρους συμφέροντα. Υπό αυτή την έννοια, κάποια επιμέρους συμφέροντα θα αναβαθμίζονται, σε βάρος άλλων, που θα τοποθετούνται σε δεύτερη μοίρα. Αυτή η αναβάθμιση θα είναι πάντως περιπτώσιολογική. Επομένως, το εταιρικό συμφέρον, ως συνισταμένη επιμέρους συμφερόντων, θα προσδιορίζεται κατά περίπτωση. Αυτή η αναφορά στο γενικό εταιρικό συμφέρον, υπό την ανωτέρω έννοια, της συνισταμένης επιμέρους συμφερόντων, επιτρέπει μία οριοθέτηση του τρόπου ενέργειας του διοικητικού συμβουλίου, με βάση μία περισσότερο ή λιγότερο κοινωνική προσέγγιση, δηλαδή προς την εξυπηρέτηση κοινωνικών συμφερόντων, στο μέτρο που αυτά εξυπηρετούν, σε μακροπρόθεσμη βάση, την εταιρία και προάγουν, στην ίδια βάση, την αξία της. Εξυπακούεται πάντως ότι ως κέρδος το οποίο εγγράφεται στην εξυπηρέτηση επιμέρους συμφέροντος, νοείται το κέρδος που

⁹⁶ J.E. Parkinson, *Corporate power and responsibility, Issues in the theory of company law*, Clarendon Press, Oxford, 1996, 288

⁹⁷ H. Steinmann, *The enterprise as a political system in*, Hopt / Teubner, ό.π., 418

αποκομίζεται νόμιμα. Δηλαδή με μεθόδευση σύμφωνη με την ομαλή λειτουργία της αγοράς και χωρίς νόθευση του ανταγωνισμού.⁹⁸

Ο μακροπρόθεσμος χαρακτήρας των στόχων της διοίκησης της Α.Ε.

Ο μακροπρόθεσμος προσανατολισμός της στάσης του διοικητικού συμβουλίου δικαιολογεί ωστόσο επιλογές, οι οποίες, σε βραχυπρόθεσμη βάση, δε θα ενισχύουν την αξία της εταιρίας, ή ακόμη και θα μειώνουν αυτή την αξία. Ένα τέτοιο αποτέλεσμα εμφανίζεται συμβατό με το ν. 3016/02, στο μέτρο που, σε μακροπρόθεσμη βάση, θα ανατραπεί, ώστε να επέλθει η επαύξηση της αξίας της εταιρίας. Το ζήτημα που ανακύπτει, είναι από ποιο σημείο και πέρα κάποιος στόχος έχει μακροπρόθεσμη ή βραχυπρόθεσμη, ή μεσοπρόθεσμη, βάση ώστε να δικαιολογείται ενέργεια που δε θα αυξάνει την αξία της εταιρίας. Ο χαρακτηρισμός ενός στόχου ως μακροπρόθεσμου ή βραχυπρόθεσμου, πέρα από το γεγονός ότι θα κρίνεται κατά περίπτωση, ανάλογα με τις υφιστάμενες συγκυρίες, ενέχει υποκειμενική –αλλά και η αντικειμενική χροιά. Εννοείται πως η σχετική κρίση για το μακροπρόθεσμο ή βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα κάποιας απόφασης θα εναπόκειται στο διοικητικό συμβούλιο, το οποίο πάντως θα ελέγχεται για αυτή του την επιλογή. Εξάλλου, δεν αποκλείεται η αποδοχή της βραχυπρόθεσμης μείωσης της αξίας της μετοχής, με την προοπτική της μακροπρόθεσμης αύξησης της αξίας της εταιρίας να οδηγήσει σε διατήρηση της κατάστασης της μειωμένης τιμής της μετοχής σε περισσότερο μακροχρόνια βάση, παρά τις αρχικές προβλέψεις του διοικητικού συμβουλίου. Σε μία τέτοια περίπτωση, οι προοπτικές που θα έχει θέσει το συμβούλιο θα έχουν ανατραπεί, οπότε θα τίθεται το ζήτημα

⁹⁸ Krause, ό.π., 105

της ορθότητας της επιλογής του συμβουλίου. Πράγματι, η ενίσχυση της αξίας της εταιρίας, σε μακροχρόνια βάση, συνιστά ένα αποτέλεσμα, το οποίο μπορεί και να μην επιτευχθεί. Η κρίση για την αξιολόγηση της σχετικής επιλογής του συμβουλίου θα διενεργηθεί με γνώμονα τα στοιχεία που, τη στιγμή της απόφασης, θα επέτρεπαν στο συμβούλιο να λάβει την απόφασή του, στο πλαίσιο της καλής πίστης, έχοντας την άποψη ότι η μείωση της αξίας της μετοχής, η οποία θα ήταν σε βραχυπρόθεσμη βάση, θα ήταν αναπόφευκτη, προκειμένου να καταλήξει κανείς, στη συνέχεια, σε αύξηση της αξίας της εταιρίας σε μακροπρόθεσμη βάση.

Οι υποκατάστατοι του διοικητικού συμβουλίου

Ο νόμος, ωστόσο, στην παράγραφο 1 του άρθρου 2, ακολουθεί μία μινιμαλιστική προσέγγιση, στο μέτρο που προκρίνει ως υποκείμενα της υποχρέωσης δράσης σύμφωνα με το «γενικό εταιρικό συμφέρον», κατά τα αμέσως ανωτέρω οριζόμενα, μόνο τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας και όχι και τα λοιπά στελέχη της, τα οποία όμως μετέχουν εξίσου στο management της εταιρίας. Ωστόσο, ακόμη και εάν αυτό το συμπέρασμα δεν προκύπτει από τη γραμματική διατύπωση του νόμου, σε αυτό το σημείο, το πεδίο της υποχρέωσης καλύπτει και τα πρόσωπα που ενεργούν ως υποκατάστατοι του διοικητικού συμβουλίου, κατ' εφαρμογή των διατάξεων των άρθρων 18 παρ. 2 και 22 παρ. 3 ν. 2190/20. Πράγματι, αυτοί οι υποκατάστατοι οφείλουν να ενεργούν όπως ακριβώς και τα μέλη του συμβουλίου, τα οποία έχουν, πρωτογενώς, τη σχετική υποχρέωση. Αυτή μεταφέρεται και σε πρόσωπα τα οποία ενεργούν αντί για το διοικητικό συμβούλιο, τα οποία έχουν, πρωτογενώς, τη σχετική υποχρέωση. Αυτή μεταφέρεται και στα πρόσωπα τα οποία ενεργούν αντί για το διοικητικό συμβούλιο, ασκώντας αρμοδιότητα την οποία αυτό

διαθέτει, ως συλλογικό όργανο. Το συμβούλιο, παράλληλα, διατηρεί και αυτό την υποχρέωση δράσης στο πλαίσιο που θέτει το άρθρο 2 παρ. 1. Οφείλει δε, επιπλέον, στο πλαίσιο του ελέγχου της δραστηριότητας του⁹⁹ υποκατάστατου να μεριμνά ώστε αυτός να ασκεί τα καθήκοντά του, ως τέτοιος, σύμφωνα με το άρθρο 2 παρ. 1. Ερωτάται εάν η υποχρέωση του άρθρου 2 παρ. 1 ισχύει και για τα πρόσωπα που ενεργούν ως υποκατάστατοι του διοικητικού συμβουλίου με βάση όχι σχέση εταιρικού δικαίου, αλλά σχέση ειδικής πληρεξουσιότητας. Η καταφατική απάντηση στο ανωτέρω ερώτημα, η οποία υπαγορεύεται και από τις αρχές που ισχύουν στη σχέση αντιπροσώπευσης, επιτρέπει τη διατήρηση της συνέπειας, σε σχέση με τη λύση που δόθηκε για την περίπτωση της καταστατικής υποκατάστασης του συμβουλίου. Επομένως, αυτή η λύση δε διαφοροποιείται, όταν πρόκειται για υποκατάσταση του διοικητικού συμβουλίου δια μέσου της παροχή ειδικής πληρεξουσιότητας, από αυτό, για την ενάσκηση αρμοδιότητας του συμβουλίου.

Η ευθύνη των μελών του διοικητικού συμβουλίου

Το άρθρο 2 παρ. 1 θεμελιώνει υποχρέωση συμπεριφοράς των μελών του διοικητικού συμβουλίου, προς συγκεκριμένη κατεύθυνση. Η μη τήρηση αυτής της υποχρέωσης, όπως και ο πλημμελής έλεγχος της συμπεριφοράς του υποκατάστατου του συμβουλίου, ώστε και αυτός να ενεργεί με βάση τον κανόνα του άρθρου 2 παρ. 1, επισύρει την ευθύνη των μελών του διοικητικού συμβουλίου έναντι της εταιρίας, με βάση τα άρθρα 22α και 22β ν.2190/20.

ΤΟ ΑΡΜΟΔΙΟ ΟΡΓΑΝΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΝΟΜΗ ΤΗΣ ΙΔΙΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟΥ, ΤΟΥ ΜΗ

⁹⁹ Σ. Μούζουλα, Ο έλεγχος της διοίκησης της ανώνυμης εταιρίας

ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΟΥ ΜΕΛΟΥΣ ΤΟΥ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ.

Ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου και της γενικής συνέλευσης

Σύμφωνα με την αρχική διατύπωση του άρθρου 4 παρ. 3 ν. 3016/02, η ιδιότητα του εκτελεστικού, μη εκτελεστικού και ανεξάρτητου μέλους του διοικητικού συμβουλίου απονεμόταν από τη γενική συνέλευση, η οποία θα είχε εκλέξει το συμβούλιο. Το άρθρο 4 παρ. 3 ν. 3016/02 δε συνέδεε αυτή την απονομή με τη συγκρότηση του διοικητικού συμβουλίου σε σώμα. Επομένως, η συνέλευση θα επέλεγε, για το διοικητικό συμβούλιο, μέλη που θα συγκέντρωναν τα στοιχεία τα οποία θα απαιτούνταν, ώστε να εκλεγούν και να λάβουν τη συγκεκριμένη, κατά περίπτωση, ιδιότητα. Από την πλευρά του, το διοικητικό συμβούλιο, θα έπρεπε να έχει φροντίσει, εφόσον παρουσίαζε στη συνέλευση κατάλογο υποψήφιων μελών του συμβουλίου να έχει καταστήσει στη συνέλευση σαφές ότι τα συγκεκριμένα πρόσωπα θα μπορούν να εκλεγούν και να λάβουν τη συγκεκριμένη ιδιότητα, δηλαδή του ανεξάρτητου, μη εκτελεστικού ή εκτελεστικού. Επιπρόσθετα, το διοικητικό συμβούλιο όφειλε να συνδράμει τη συνέλευση να αντιληφθεί εάν τα πρόσωπα που αυτή προτίθετο να ελέγξει, θα μπορούσαν να λάβουν και την ιδιότητα του εκτελεστικού, ή μη εκτελεστικού ή ανεξάρτητου μέλους του συμβουλίου, παρέχοντας στους μετόχους της αναγκαίες για την έκφραση της σχετικής κρίσης τους πληροφορίες. Η συνέλευση, ορίζοντας ποια μέλη θα είχαν την ιδιότητα του μη εκτελεστικού και του ανεξάρτητου μέλους, καθόριζε και τον αριθμό αυτών, λαμβάνοντας υπόψη τον ελάχιστο αριθμό τέτοιων μελών, που προβλέπεται από το άρθρο 3 παρ. 1 ν. 3016/02. Αυτός ο αριθμός δεν επιτρεπόταν να μεταβληθεί παρά μόνο με απόφαση της

γενικής συνέλευσης, πάντοτε εντός των ορίων που θα διέγραφε και το καταστατικό της εταιρίας. Η συνέλευση, με αυτή την απόφασή της, θα όριζε διαφορετική σύνθεση του συμβουλίου. Το άρθρο 26 παρ. 1 ν. 3091/02 μεταβάλλει αυτή την κατάσταση, προσθέτοντας στην παράγραφο 3 του άρθρου 3 ν. 3016/02 ένα νέο εδάφιο, το οποίο διαφοροποιεί την απονομή της ιδιότητας του εκτελεστικού και του μη εκτελεστικού μέλους του συμβουλίου, από την απονομή της ιδιότητας του ανεξάρτητου μέλους του. Στην πρώτη περίπτωση, η απονομή διενεργείται από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας, ενώ στη δεύτερη, από τη γενική συνέλευση. Δε θα πρέπει ωστόσο να διαφύγει της προσοχής ότι, στο μέτρο που η συνέλευση απονέμει σε μέλη του συμβουλίου την ιδιότητα του ανεξάρτητου μέλους του, δεσμεύει το συμβούλιο να ορίσει αυτά ως με εκτελεστικά μέλη του. Η νέα ρύθμιση, με αυτό τον τρόπο, συνδέει τη διάκριση μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών με τη συγκρότηση του διοικητικού συμβουλίου σε σώμα. Η σύνδεση είναι επιτυχής, διότι η κατανομή αρμοδιοτήτων διοίκησης της εταιρίας από το συμβούλιο δε μπορεί παρά να έχει ως βάση της αυτή τη διάκριση. Σημειώνεται ότι η αρμοδιότητα του συμβουλίου για τη διάκριση των μελών του σε εκτελεστικά και μη εκτελεστικά πηγάζει από το νόμο και είναι αποκλειστική. Επομένως, το συμβούλιο δε δύναται να μεταβιβάσει αυτή, ούτε το καταστατικό της εταιρίας μπορεί να αναθέσει αυτή την εξουσία στη γενική συνέλευση. Δεν αποκλείεται όμως το καταστατικό της εταιρίας να ορίζει ότι το συμβούλιο θα περιλαμβάνει στη σύνθεσή του συγκεκριμένο αριθμό εκτελεστικών ή μη εκτελεστικών μελών, αφήνοντας στο συμβούλιο μόνο τον προσδιορισμό των προσώπων που θα καταλάβουν τον ήδη προκαθορισμένο αριθμό θέσεων. Η απονομή της ιδιότητας του ανεξάρτητου μέλους δε συνδέεται πάντως, κατ' ανάγκη, με την εκλογή μελών διοικητικού συμβουλίου. Η γενική συνέλευση,

πράγματι, στο πλαίσιο της ενάσκησης της αρμοδιότητας της για τον ορισμό ανεξάρτητων μελών του συμβουλίου, δύναται να ορίσει υφιστάμενα μέλη του, ως τέτοια, ενδεχόμενα αφαιρώντας και την ιδιότητα του ανεξάρτητου μέλους από άλλο μέλος του συμβουλίου. Η συνέλευση μάλιστα, ως ανώτατο όργανο της εταιρίας, το οποίο ανακαλεί ελεύθερα τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και, επομένως, αφαιρεί την ιδιότητα του ανεξάρτητου μέλους από αυτό, δικαιούται να ορίσει ως ανεξάρτητο μέλος του συμβουλίου και μέλος το οποίο, μέχρι εκείνη τη στιγμή, θα ήταν εκτελεστικό, αρκεί να μη συντρέχει στο πρόσωπο του ασυμβίβαστο από εκείνα που προβλέπονται στο άρθρο 4 παρ. 1 ν. 3016/02. Σε μία τέτοια περίπτωση, το συμβούλιο θα υποχρεούται να ανακατανεμίσει άμεσα το ρόλο των μελών του σε εκτελεστικά και μη εκτελεστικά, με νεότερη απόφαση του, για να λάβει υπόψη τα νέα δεδομένα.¹⁰⁰

Η δυνατότητα συμπλήρωσης κενής θέσης μέλους του διοικητικού συμβουλίου από το συμβούλιο

Υπό το καθεστώς πριν από το ν. 3091/02, ανέκυπτε το ερώτημα εάν το γεγονός ότι το άρθρο 4 παρ. 3 ανέθετε στη γενική συνέλευση την εξουσία απονομής της ιδιότητας του εκτελεστικού, μη εκτελεστικού και ανεξάρτητου μέλους του συμβουλίου, είχε την έννοια ότι αυτή η εξουσία δεν ήταν δυνατό να απονεμηθεί στο διοικητικό συμβούλιο, κατ' εφαρμογή του άρθρου 34 παρ. 2 στοιχ. α ν. 2190/20, όταν αυτό καλούταν να

¹⁰⁰ Σπήλιος Μούζουλας, Ν. 3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση

συμπληρώσει κενή θέση μέλους του συμβουλίου. Με άλλες λέξεις, προβληματιζόταν κανείς, εάν, σε περίπτωση κένωσης θέσης μη εκτελεστικού ή ανεξάρτητου μέλους του συμβουλίου, αυτό, όταν θα συμπλήρωνε την κενή θέση, θα προσέδιδε στον αντικαταστάτη του μέλους του συμβουλίου και την ιδιότητα που κατείχε ο προκάτοχός του. Η αρνητική απάντηση σε αυτό το ερώτημα θα μπορούσε να βρει επιχείρημα στη γραμματική διατύπωση του άρθρου 4 παρ. 3. Αυτό το επιχείρημα ωστόσο, κατά τη γνώμη μας, δεν ήταν καθοριστικής σημασίας. Στην πραγματικότητα, αυτό που ήθελε να ορίσει το άρθρο 4 παρ. 3 είναι ότι η συνέλευση ήταν καταρχήν αρμόδια για την απονομή των ιδιοτήτων των μελών του συμβουλίου ως εκτελεστικών, μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων. Αυτή η αρμοδιότητα δεν έθιγε την εξουσία του διοικητικού συμβουλίου να προβαίνει στη συμπλήρωση την κενής θέσης μέλους του συμβουλίου, κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στο άρθρο 34 παρ. 2 στοιχ. α, το οποίο εξακολουθούσε να ισχύει. Παράλληλα, ο ν. 3016/02 δημιουργεί υποχρέωση στην εταιρία να περιλαμβάνει στο διοικητικό της συμβούλιο μέλη στα οποία θα απονεμηθούν συγκεκριμένες ιδιότητες. Επιπρόσθετα, ο καθορισμός του αριθμού των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του συμβουλίου, θα ήταν δεσμευτικός για την εταιρία. Επομένως, εάν χήρευε θέση συμβούλου, θα συμπληρωνόταν από το συμβούλιο, κατ'εφαρμογή του άρθρου 34 παρ. 2 στοιχ. α, με τον ορισμό στη θέση του, ως αντικαταστάτη, μέλους που θα ανταποκρινόταν στα κριτήρια για την απόκτηση της ιδιότητας του μέλους που θα είχε εκλείψει, ως εκτελεστικού, μη εκτελεστικού, ή ανεξάρτητου. Η τήρηση δε της υποχρέωσης διορισμού μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών, η οποία προκύπτει από το νόμο, θα εξασφαλιζόταν από το όργανο που θα προέβαινε στο διορισμό του συγκεκριμένου μέλους. Κάτω από αυτό το πρίσμα, το διοικητικό συμβούλιο, στο οποίο ο ν. 2190/20 και το

καταστατικό της εταιρίας έχουν απονείμει μία εξουσία-και ένα καθήκον-θα ήταν υποχρεωμένο να συμπληρώσει την κενή θέση, όπως ακριβώς ορίζει ο νόμος, ο οποίος θα δέσμευε το συμβούλιο, κατά τη λήψη των αποφάσεών του. Εξάλλου, η γενική συνέλευση, στη συνέχεια, θα επικύρωνε τον προσωρινό διορισμό του μέλους, ή τουλάχιστον θα αποφαινόταν για αυτόν και πάλι όπως ορίζει ο νόμος. Με αυτή της την απόφαση, διασφαλιζόταν και η συμμετοχή της συνέλευσης στη σχετική διαδικασία, ώστε και ο τύπος, κυρίως όμως η ουσία, του νόμου να πληρούται. Εξάλλου, η αποδοχή της αντίθετης άποψης, δηλαδή ότι μόνο η συνέλευση θα είχε την εξουσία συμπλήρωσης της θέσης μη εκτελεστικού ή ανεξάρτητου μέλους, πρακτικά, θα κατέλυε την εξουσία του συμβουλίου να προβαίνει στη συμπλήρωση της κενής θέσης, συνολικά, στο μέτρο που, με βάση την ίδια λογική, το συμβούλιο δε θα μπορούσε να διορίσει, κατ' εφαρμογή του άρθρου 34 παρ. 2 στοιχ. α, κανένα μέλος, εφόσον θα έπρεπε να απονείμει σε αυτό και την ιδιότητα του εκτελεστικού, μη εκτελεστικού ή ανεξάρτητου μέλους. Πρακτικά δε, η σύγκληση της συνέλευσης για τη λήψη απόφασης σχετικά με το διορισμό νέου μέλους του συμβουλίου, θα ήταν αδύνατη, στο μέτρο που το διοικητικό συμβούλιο, χωρίς νόμιμη σύνθεση, δε θα μπορούσε να προβεί σε αυτή την ενέργεια, χωρίς τη συμπλήρωση της κενής θέσης. Το ζήτημα θα λάμβανε εξαιρετικά επικίνδυνες διαστάσεις, για την ομαλή λειτουργία της εταιρίας, η οποία, στο μέτρο που το διοικητικό συμβούλιο δε θα είχε νόμιμη σύνθεση, θα στερείτο νόμιμης διοίκησης (έλλειψη διοικήσεως), με συνακόλουθη συνέπεια την αδυναμία ακόμη και σύγκλησης γενικής συνέλευσης για την εκλογή νέου μέλους του συμβουλίου. Ακριβώς δε επειδή η εταιρία θα ήταν εισηγμένη, η διασφάλιση καθολικής γενικής συνέλευσης θα απέβαινε αδύνατη, με τελικό αποτέλεσμα την ανάγκη προσφυγής, οποιουδήποτε θα είχε έννομο συμφέρον προς τούτο, στο

δικαστήριο, το οποίο θα όριζε, κατ' εφαρμογή του άρθρου 69 ΑΚ, προσωρινή διοίκηση, η οποία θα συγκαλούσε συνέλευση για τον ορισμό οριστικού διοικητικού συμβουλίου.¹⁰¹ Μέχρι δε το διορισμό προσωρινής διοίκησης, η εταιρία θα στερείτο διοίκησης, καθόσον το υφιστάμενο συμβούλιο δε θα είχε νόμιμη σύνθεση. Η συμπλήρωση κενής θέσης συμβούλου από το ίδιο το συμβούλιο δημιουργούσε πάντως ένα πρακτικό ζήτημα, σε σχέση με την υποχρέωση γνωστοποίησης του διορισμού του, κατ' εφαρμογή του άρθρου 4 παρ. 3 ν. 3016/02, στο μέτρο που η συμπλήρωση της κενής θέσης δε θα οδηγούσε σε εκ νέου συγκρότηση του διοικητικού συμβουλίου σε σώμα, όπως δέχεται η αρμόδια εποπτική αρχή. Σε τέτοια περίπτωση, δε θα υπήρχε η αφετηρία, με βάση την οποία θα υπολογιζόταν η προθεσμία για τη γνωστοποίηση του διορισμού των μελών του συμβουλίου, σύμφωνα με αυτή τη διάταξη. Σε κάθε περίπτωση πάντως, από αυτό το πρόβλημα, δεν ήταν δυνατό να συνάγει κανείς την ανυπαρξία της γνωστοποίησης του νέου διορισμού, στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.¹⁰²

¹⁰¹ Σ. Μούζουλα, Έλλειψη διοικήσεως ανώνυμης εταιρίας, Ζητήματα ερμηνείας του άρθρου 69ΑΚ, ΑρχΝ 1993, 98, και 99

¹⁰² Λ. Αθανασίου, Εισαγωγή μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. εισηγμένων εταιριών :Υποχρεώσεις και ευθύνη

ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ

Η ΝΟΜΙΚΗ ΦΥΣΗ ΤΟΥ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Ο υποχρεωτικός χαρακτήρας του εσωτερικού κανονισμού

Ο εσωτερικός κανονισμός της εταιρίας συνιστά εσωτερικό της έγγραφο, η κατάρτιση του οποίου δεν επιβάλλεται από το κοινό δίκαιο των ανωνύμων εταιριών. Ως προς τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρίες, η υποχρέωση σύνταξης εσωτερικού κανονισμού προκύπτει ήδη, πριν από την ισχύ του ν. 3016/02, από την απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με αριθμό 5/204/2000¹⁰³. Σύμφωνα με αυτή τη διάταξη, ο εσωτερικός κανονισμός που θα συντάσσεται, θα πρέπει να ανταποκρίνεται στο μέγεθος της εταιρίας και στο αντικείμενο της δραστηριότητάς της, θα εκφράζει δε τις αρχές σύγχρονης οργάνωσης και θα έχει ως βάση το οργανόγραμμα της εταιρίας. Το άρθρο 6 παρ. 1 ν. 3016/02 επιβάλλει την κατάρτιση εσωτερικού κανονισμού και στις εταιρίες οι οποίες προτίθενται να εισαγάγουν τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο. Η υποχρέωση έχει ως απώτερο χρονικό σημείο την υποβολή της αίτησης για την εισαγωγή. Η νέα ρύθμιση ωστόσο διατηρεί και την ισχύ της παλαιάς, δηλαδή αυτής της ανωτέρω απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

¹⁰³ Άρθρο 11, σε συνδυασμό με άρθρο 1 της απόφασης.

Ο χαρακτήρας του εσωτερικού κανονισμού σε σχέση με το καταστατικό της εταιρίας και τυχόν εξωεταιρικές συμφωνίες

Η νομική θεμελίωση της υποχρέωσης κατάρτισης εσωτερικού κανονισμού, για αυτές τις εταιρίες, δε μεταβάλλει ωστόσο την ιεράρχησή του, σε σχέση αφενός μεν με το καταστατικό της εταιρίας, αφετέρου δε με τις τυχόν εξωεταιρικές συμφωνίες, οι οποίες περιέχουν δεσμεύσεις για τους μετόχους και, ενδεχόμενα, για την εταιρία. Ο εσωτερικός κανονισμός προκύπτει από σχετική απόφαση εταιρικού οργάνου. Υπό αυτή την έννοια, συνιστά εταιρική πράξη και σε αυτό το σημείο διαφοροποιείται από τις εξωεταιρικές συμφωνίες. Οι τελευταίες εκφράζουν τη βούληση των εταίρων να οργανώσουν τις σχέσεις τους, ή τη δραστηριότητά τους, στο εσωτερικό της εταιρίας¹⁰⁴. Οι εξωεταιρικές συμφωνίες, ωστόσο μπορεί να έχουν ως συμβαλλόμενα μέρος και την εταιρία. Σε μία τέτοια περίπτωση όμως, ως εταιρική πράξη νοείται η δήλωση βούλησης της εταιρίας. Ο χαρακτηρισμός του εσωτερικού κανονισμού ως πράξη της εταιρίας ή ως συμφωνία των εταιριών δε στερείται πρακτικής σημασίας, διότι, σε περίπτωση αγωγής ακύρωσης του εσωτερικού κανονισμού, εάν αυτός αποτελεί πράξη της εταιρίας, η σχετική αγωγή θα στρέφεται κατά της τελευταίας, ενώ, εάν συνιστά συμφωνία των εταίρων, η αγωγή θα στρέφεται κατά των μερών της συμφωνίας. Από την άλλη πλευρά πάντως, δεν είναι δυνατό ρυθμίσεις που αποτελούν το ελάχιστο περιεχόμενο του καταστατικού να περικλείονται στον εσωτερικό κανονισμό της εταιρίας και όχι στο καταστατικό της. Ο εσωτερικός κανονισμός, ως προς τις σχέσεις μεταξύ των εταίρων, έχει τη ίδια νομική

¹⁰⁴ D. Velardocchio – Flores, Les accords extra – statutaires entre associés, Presses Universitaires de Marseille, 1993, 48

ισχύ με το καταστατικό της εταιρίας. Ωστόσο, σε περίπτωση σύγκρουσης μεταξύ του καταστατικού της εταιρίας και του εσωτερικού της κανονισμού, υπερισχύει το πρώτο, το οποίο, μεταξύ των δύο, τοποθετείται, ιεραρχικά, σε υψηλότερη βαθμίδα. Στην πραγματικότητα, ο εσωτερικός κανονισμός εξειδικεύει τις ρυθμίσεις του καταστατικού της εταιρίας και, για αυτό το λόγο υπόκειται στο τελευταίο. Εξάλλου, ο εσωτερικός κανονισμός δεν αντιτάσσεται στους τρίτους, διότι, αντίθετα με το καταστατικό, δεν αποτελεί αντικείμενο διατυπώσεων δημοσιότητας. Επομένως, ο τρίτος, ο οποίος αποκτά μετοχές της εταιρίας, δε δεσμεύεται από τον εσωτερικό κανονισμό της, εκτός εάν δέχθηκε τέτοια δέσμευση, ή εάν αυτή πηγάζει από το καταστατικό της εταιρίας, το οποίο περιέχει σχετική διάταξη.

Η ΚΑΤΑΡΤΙΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΟΥ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

Το αρμόδιο όργανο για την κατάρτιση του εσωτερικού κανονισμού

Η σύνταξη του εσωτερικού κανονισμού ανατίθεται, ως αρμοδιότητα, στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας.¹⁰⁵ Το συμβούλιο, για την κατάρτιση του κανονισμού, θα λάβει σχετική απόφαση, με τη νόμιμη διαδικασία που προβλέπει ο ν. 2190/20 και το καταστατικό της εταιρίας. Το ερώτημα ανακύπτει εάν η αρμοδιότητα του διοικητικού συμβουλίου για την κατάρτιση του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας της εταιρίας είναι αποκλειστική. Ορθότερη φαίνεται η καταφατική απάντηση στο ανωτέρω

¹⁰⁵ Άρθρο 6 παρ. 1 τελ. Εδάφιο.

ερώτημα. Επομένως, το διοικητικό συμβούλιο δεν επιτρέπεται να αναθέσει, κατ' εφαρμογή των σχετικών διατάξεων του ν. 2190/20, τη σύνταξη του εσωτερικού κανονισμού στη σφαίρα των αρμοδιοτήτων της διοίκησης, αποκλείει την κατάρτιση αυτού από τη γενική συνέλευση των μετόχων.

Το περιεχόμενο του εσωτερικού κανονισμού της εταιρίας σε σχέση με προγενέστερες σχετικές ρυθμίσεις.

Η παράγραφος 2 του άρθρου 6 ν. 3016/02 εξειδικεύει το ειδικότερο περιεχόμενο του εσωτερικού κανονισμού των εισηγμένων εταιριών. Το παράδοξο είναι ότι οι διατάξεις αυτής της παραγράφου έχουν ειδικότερο περιεχόμενο, από αυτής του άρθρου 11 της απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με αριθμό 5/204/2000. Αυτό το τελευταίο άρθρο, όπως ήδη εκτέθηκε, περιορίζεται σε κάποια κριτήρια, στα οποία θα πρέπει να ανταποκρίνεται ο εσωτερικός κανονισμός λειτουργίας, αφήνοντας τις εταιρίες να εξειδικεύσουν το κατιδίαν περιεχόμενο του εσωτερικού κανονισμού. Αντίθετα, το άρθρο 6 παρ. 2 αναγράφει κάποια στοιχεία, τα οποία αποτελούν το ελάχιστο περιεχόμενο του εσωτερικού κανονισμού της εταιρίας. Κατ' ακολουθία, η διάταξη μίας κανονιστικής απόφασης εμφανίζεται να έχει γενικότερο αντικείμενο, από ότι η διάταξη ενός νόμου, γεγονός που, από νομοτεχνικής άποψης, είναι τουλάχιστον ασύνηθες. Σε κάθε περίπτωση, τα κριτήρια στα οποία θα πρέπει να ανταποκρίνεται ο εσωτερικός κανονισμός των εισηγμένων εταιριών, σύμφωνα με το άρθρο 11, όπως ήδη λέχθηκε, δεν επηρεάζονται από τη νέα ρύθμιση. Η τελευταία όμως εφαρμόζεται και στις εταιρίες οι οποίες προτίθενται να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο. Επομένως, θα μπορούσε κανείς να συνάγει αντεπιχείρημα, από αυτό το γεγονός, για να

υποστηρίζει ότι, κατά την υποβολή της αίτησης εισαγωγής στο Χρηματιστήριο, ο εσωτερικός κανονισμός της αιτούσας εταιρίας δε θα πρέπει, υποχρεωτικά, να ανταποκρίνεται στα κριτήρια του άρθρου 11, αφού ο νόμος δεν επιβάλλει τούτο. Αυτή η θέση δε στερείται νομικής σημασίας, εάν κανείς θεωρήσει ότι η εταιρία έχει δικαίωμα προς εισαγωγή στο Χρηματιστήριο, από τη στιγμή κατά την οποία έχει τηρήσει τη διαδικασία που ορίζει η νομοθεσία, για την εισαγωγή, και ανταποκρίνεται στις νόμιμες για την εισαγωγή προϋποθέσεις.¹⁰⁶ Μία τέτοια θέση όμως, αν και σύμφωνη με το γράμμα του νόμου, δε θα πρέπει να γίνει αποδεκτή, με βάση μία τελεολογική ερμηνεία της διάταξης, τόσο του άρθρου 11 όσο και της παραγράφου 2 του άρθρου 6. Ορθότερο ωστόσο θα ήταν η υποχρέωση της σύνταξης εσωτερικού κανονισμού να προκύπτει από μία ενιαία διάταξη, η οποία και θα όριζε τις σχετικές ρυθμίσεις, ιδίως ως προς το περιεχόμενό του.

Η διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρίας

Ο εσωτερικός κανονισμός της εταιρίας περιλαμβάνει καταρχήν τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρίας. Αυτή η διάρθρωση περικλείει τα ακόλουθα στοιχεία:

- Θέση της κάθε υπηρεσίας στο γενικό οργανόγραμμα της εταιρίας, ιδίως σε σχέση με τις λοιπές υπηρεσίες της εταιρίας και με τη διοίκηση της.
- Αντικείμενο των εργασιών της κάθε υπηρεσίας.

¹⁰⁶ Σ. Μούζουλα, Ανώνυμη εταιρία με κινητές αξίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο σε ΔικΑΕ, Τ. ΙΙ, 188

- Διάκριση των επιμέρους τμημάτων που υπάγονται σε κάθε υπηρεσία της εταιρίας, με παρουσίαση των επιμέρους εργασιών κάθε τμήματος.

Μεταξύ των υπηρεσιών της εταιρίας θα πρέπει να περιλαμβάνονται τουλάχιστον υπηρεσίες εσωτερικού ελέγχου, εξυπηρέτησης μετόχων και εταιρικών ανακοινώσεων. Η αναφορά σε «υπηρεσίες» και όχι σε υπηρεσία, προφανώς, υπονοεί την ύπαρξη χωριστών, δηλαδή αυτοτελών υπηρεσιών. Πράγματι, δεν επιδέχεται αμφισβήτηση ότι η υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου θα είναι αυτοτελής, δηλαδή χωριστή από οποιαδήποτε άλλη υπηρεσία της εταιρίας, θα υπόκειται δε απευθείας στη διοίκηση της εταιρίας, ώστε να διατηρεί την ανεξαρτησία της. Ως προς αυτή την υπηρεσία, η υπαγωγή του εσωτερικού ελεγκτή σε ένα ή περισσότερα με εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου δεν αναιρεί την ένταξη του εσωτερικού ελέγχου στη σφαίρα των αρμοδιοτήτων του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας, αφού και ο έλεγχος αποτελεί καθήκον του ΔΣ ανατιθέμενο στα μη εκτελεστικά μέλη. Αντίθετα, το γεγονός ότι ο εσωτερικός ελεγκτής υπόκειται σε μέλη του διοικητικού συμβουλίου, καταδεικνύει αυτή την ένταξη. Εξάλλου, η υπαγωγή του εσωτερικού ελεγκτή σε μέλη μόνο του συμβουλίου δεν αποκλείει την ενάσκηση ελέγχου σε μέλη μόνο του συμβουλίου δεν αποκλείει την ενάσκηση ελέγχου της δραστηριότητας του εσωτερικού ελεγκτή από το συμβούλιο, το οποίο παραμένει υπεύθυνο και για την ενάσκηση του εσωτερικού ελέγχου, ως όργανο που ασκεί και τον έλεγχο της νόμιμης λειτουργίας της εταιρίας. Ο δε εσωτερικός έλεγχος, στην πραγματικότητα, εντάσσεται, λειτουργικά, στη σφαίρα της διοίκησης της εταιρίας.

Από την άλλη πλευρά, οι υπηρεσίες εξυπηρέτησης μετόχων και εταιρικών ανακοινώσεων θα μπορούσαν να ενοποιηθούν, ώστε και για τις δύο επιμέρους δραστηριότητες να υφίσταται μία ενιαία υπηρεσία. Στην ίδια αυτή υπηρεσία θα μπορούσε να ενταχθεί και η δραστηριότητα που εντάσσεται στο πλαίσιο των σχέσεων της εταιρίας με τους επενδυτές και που, σύμφωνα με τα ποιοτικά κριτήρια που έχει θεσπίσει το Χρηματιστήριο Αθηνών, θα έχουν οι εταιρίες, οι οποίες θα ανταποκρίνονται σε αυτά τα κριτήρια. Αυτή η ενοποίηση των υπηρεσιών δε νομίζουμε ότι αντίκειται ούτε στο γράμμα της σχετικής διάταξης, στο μέτρο που αυτό τηρείται και με την ερμηνεία ότι ο πληθυντικός τέθηκε για να τονιστεί ο διαχωρισμός της υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου από τις δραστηριότητες που εντάσσονται στους άλλους δύο τομείς, εταιρικές ανακοινώσεις και εξυπηρέτηση μετόχων. Μία τέτοια ερμηνεία, εξάλλου, επιτρέπει στις εταιρίες να μην επωμιστούν το κόστος της λειτουργικής οργάνωσης χωριστών υπηρεσιών¹⁰⁷, με αντικείμενο δραστηριότητας ενέργειες οι οποίες, πρακτικά, θα μπορούσαν να εκτελεστούν από το ίδιο πρόσωπο, χωρίς να παραβιάζεται κάποιο «σινικό τείχος» ή να μην τηρείται κάποιο ασυμβίβαστο το οποίο προβλέπεται.

Οι ειδικότερες αρμοδιότητες των εκτελεστικών, των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών

Ο εσωτερικός κανονισμός της εταιρίας θα εξειδικεύει τις αρμοδιότητες των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών του

¹⁰⁷ Σπήλιος Μούζουλας Ν, 3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση, σελ 142

διοικητικού συμβουλίου. Μία τέτοια εξειδίκευση είναι απαραίτητη, ιδίως με δεδομένη την ασάφεια του άρθρου 3 παρ4. 1 ν. 3016/02, ως προς το διαχωρισμό των εξουσιών και των καθηκόντων αυτών των δύο κατηγοριών μελών του συμβουλίου. Η λύση που επιλέγει ο νέος νόμος, πράγματι, με την επιδίωξη διατήρησης της ενότητας του διοικητικού συμβουλίου, ως συλλογικού οργάνου, υπεύθυνου για τη διοίκηση της εταιρίας, δεν αποφεύγει την, φραστική τουλάχιστον, ταύτιση του ρόλου των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών. Κάτω από αυτές τις συνθήκες, ο εσωτερικός κανονισμός λειτουργίας της εταιρίας καλείται να άρει αυτή την ταύτιση, με την εξειδίκευση των κατιδίων αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών. Αυτή η λύση του νόμου, η οποία επιτρέπει, στην κάθε εταιρία, να οργανώσει τη διάκριση μεταξύ των μελών του συμβουλίου, ανάλογα με τις ιδιαιτερότητές της, διακρίνεται από ελαστικότητα, που συνιστά, αναμφίβολα, προτέρημα της σχετικής ρύθμισης του νόμου. Από την άλλη όμως πλευρά, δεν είναι βέβαιο ότι ο εσωτερικός κανονισμός θα μπορέσει να διαδραματίσει αυτό το ρόλο του διαχωρισμού καθηκόντων, με δεδομένη την πολυπλοκότητα του ζητήματος και την ευρύτητα των επιμέρους καθηκόντων που εντάσσονται στη σφαίρα της διοίκησης της εταιρίας. Θα υπάρξουν, συνεπώς, θέματα, σχετικά με τις αρμοδιότητες των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών, οι οποίες θα αποτελέσουν αντικείμενο ερμηνείας, ως προς την υπαγωγή τους στο γενικό πλαίσιο καθηκόντων των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου. Στο ελάχιστο περιεχόμενο του εσωτερικού κανονισμού της εταιρίας δεν περιλαμβάνεται πάντως και ο καθορισμός των αρμοδιοτήτων των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου. Σημειώνεται δε ότι ο ν. 3016/02 δεν ορίζει τις ειδικότερες αρμοδιότητες των ανεξάρτητων μελών. Δεν αποκλείεται πάντως ο εσωτερικός κανονισμός της εταιρίας να

προβλέπει και τις ειδικότερες αρμοδιότητες και τα καθήκοντα των ανεξάρτητων μελών του συμβουλίου.

Οι διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών

Ο εσωτερικός κανονισμός της εταιρίας θα περιγράφει επιπλέον τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών της, καθώς και αξιολόγησης της απόδοσής τους. Υπ' αυτή την έννοια, ο ν. 3016/02 επιβάλλει στις εισηγμένες εταιρίες να θεσπίσουν τέτοιες διαδικασίες. Επισημαίνεται ότι ως διευθυντικά στελέχη νοούνται αυτά που ασκούν ή που έχουν τη δυνατότητα να ασκήσουν διευθυντικά καθήκοντα, ακόμη και ως αναπληρωτές τέτοιου στελέχους. Σημειώνεται επίσης πως τα αποτελέσματα της αξιολόγησης της αποδοτικότητας αυτών των στελεχών μπορεί να συνδυαστούν και με το ύψος των αποδοχών τους, από την απασχόληση τους στην εταιρία.

Οι διαδικασίες παρακολούθησης συναλλαγών για την πρόληψη της κατάχρησης εμπιστευτικής πληροφόρησης

Περιεχόμενο του εσωτερικού κανονισμού θα αποτελούν και οι διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών

- Των μελών του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας
- Των διευθυντικών στελεχών, με την έννοια που αναλύεται αμέσως ανωτέρω,
- Καθώς και, γενικότερα, των προσώπων που είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, ως προς κινητές αξίες είτε της εταιρίας, είτε άλλης συνδεδεμένης με αυτή εταιρίας, κατ' εφαρμογή του άρθρου 42 ε παρ. 5 ν. 2190/20, εισηγμένης σε

χρηματιστηριακή αγορά, εξαιτίας είτε της σχέσης τους με την εταιρία είτε άλλης δραστηριότητας που σχετίζεται με την εταιρία.

Η αναφορά μόνο στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου δεν πρέπει να θεωρηθεί ότι καλύπτει και τα πρόσωπα που ασκούν δραστηριότητα διοίκησης της εταιρίας, χωρίς να έχουν οι ίδιοι την ιδιότητα μέλους του συμβουλίου, ως υποκατάστατοι αυτού του οργάνου, είτε σύμφωνα με ανάθεση αρμοδιότητας, κατ' εφαρμογή των σχετικών διατάξεων του ν. 2190/20 είτε ως πληρεξούσιοι της εταιρίας. Αυτά τα πρόσωπα θα καλύπτονται από τη διάταξη μόνο στο μέτρο που θα έχουν και την ιδιότητα του διευθυντικού στελέχους της εταιρίας, σύμφωνα με τα ανωτέρω εκτιθέμενα. Αυτός είναι και ο λόγος της χωριστής αναφοράς της περίπτωσης σε αυτά τα τελευταία πρόσωπα. Η αποδοχή της αντίθετης άποψης θα προσέδιδε στη διάταξη ευρύτατο περιεχόμενο, διότι θα κάλυπτε ακόμη και πρόσωπα στα οποία θα δινόταν μία συγκεκριμένη εντολή, για τη διενέργεια μία δευτερεύουσας πράξης, ενώ αυτή η επέκταση δε φαίνεται να είναι στις προθέσεις των συντακτών της διάταξης, στο μέτρο που, παράλληλα με τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, μνημονεύονται από τη διάταξη και άλλα πρόσωπα, των οποίων οι συναλλαγές υπόκεινται σε παρακολούθηση.¹⁰⁸

¹⁰⁸ Σπήλιος Μούζουλας Ν, 3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση, σελ 144

ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΣ ΕΛΕΓΧΟΣ – ΣΥΣΤΗΜΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ ΚΑΙ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΕΠΙΘΕΩΡΗΣΗΣ

Γενικά

Στα άρθρα 7 και 8 του Νόμου ρυθμίζεται το θέμα του εσωτερικού ελέγχου των εκδοτριών εταιρειών. Ο εσωτερικός έλεγχος, μαζί με τη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου και τον Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας, αποτελεί τους βασικούς άξονες δόμησης του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης, που εισάγει ο Νόμος.

Εσωτερικός και τακτικός έλεγχος

Έλεγχος είναι η προσπάθεια διακρίβωσης του κατά πόσον η παρουσιαζόμενη ως αληθής κατάσταση ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα.¹⁰⁹ Ο ορισμός αυτός, ο οποίος καλύπτει τόσο τον τακτικό όσο και τον εδώ εξεταζόμενο εσωτερικό έλεγχο, διαφοροποιείται ποιοτικά ανάλογα με το αντικείμενο του ελέγχου. Ειδικότερα ο τακτικός (εξωτερικός) έλεγχος της εταιρείας αποσκοπεί στη διακρίβωση της αλήθειας των οικονομικών/λογιστικών καταστάσεων ενώ το αντικείμενο του εσωτερικού ελέγχου είναι εξαιρετικά ευρύτερο και περιλαμβάνει, πέραν της οικονομικής κατάστασης, την ίδια τη λειτουργία και διοίκηση της εταιρείας. Από πλευράς σκοπού, ο τακτικός έλεγχος αποσκοπεί στην απευθείας προστασία των μετόχων, των ιδιοκτητών δηλαδή της επιχείρησης, ενώ ο εσωτερικός έλεγχος διενεργείται κυρίως για την υποστήριξη της ορθή λειτουργίας της διοίκησης της εταιρείας. Η προστασία των μετόχων μέσω του εσωτερικού ελέγχου επιτυγχάνεται με

¹⁰⁹ Α. Γεωργακόπουλος, Το δίκαιο των εταιριών 1974, 386

έμμεσο τρόπο, στο μέτρο που ο έλεγχος αυτός διασφαλίζει τη σύννομη και αποτελεσματική λειτουργία της εταιρείας και ιδίως την από το ΔΣ εξυπηρέτηση του μακροχρόνιου εταιρικού συμφέροντος. Εξάλλου, ο τακτικός έλεγχος, όντας κυρίως διαχειριστικός προστατεύει και άλλες ομάδες της εταιρείας. Αντίθετα, ο εσωτερικός έλεγχος, τα πορίσματα του οποίου κοινοποιούνται, όπως θα δούμε αποκλειστικά στο ΔΣ και δεν είναι δημοσιευτέα, είναι περισσότερο προσανατολισμένος στην αποκατάσταση των αποτυχιών που γεννά η ίδια η διοικητική λειτουργία της εταιρείας αποτελώντας έτσι, με την ευρεία έννοια, τμήμα της διοίκησης της εταιρείας. Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί βέβαια ότι ο εσωτερικός ελεγκτής είναι μεν τμήμα της διοίκησης της εταιρείας με την έννοια που προείπαμε, δεν είναι όμως σε καμία περίπτωση τμήμα της εκτελεστικής διοίκησης αυτής. Για το λόγο άλλωστε αυτό ο Νόμος επιτάσσει τη συγκρότηση της επιτροπής ελέγχου αποκλειστικά από μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ.

Ο εσωτερικός έλεγχος, παρότι αποτελεί διεθνώς εξέλιξη του θεσμού του τακτικού ελέγχου, εξέλιξη αναγκαία για την ανάπτυξη της χρηματοδότησης μέσω των κεφαλαιαγορών και την εμπέδωση στον επενδυτή/μέτοχο ενός αισθήματος ασφάλειας αναφορικά με το χειρισμό των εταιρικών υποθέσεων από τη διοίκηση της εταιρείας, είναι σταθερά προσανατολισμένος στη διοίκηση της εταιρείας και αποσκοπεί στον εντοπισμό των δυσλειτουργιών της προκειμένου για την υποβοήθηση του έργου της.

Αυτό προκύπτει άμεσα από το γεγονός ότι τα πορίσματα του εσωτερικού ελέγχου κοινοποιούνται σύμφωνα με το Νόμο (αρθρ. 8 (γ)) και τίθενται αποκλειστικά στην κρίση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας. Ο εσωτερικός ελεγκτής δεν έχει τη δυνατότητα άμεσης αναφοράς ή υποβολής έκθεσης στη γενική συνέλευση της εταιρείας ενώ

δεν δύναται, χωρίς τη συναίνεση της διοίκησης, ούτε να κοινοποιήσει τα ευρήματά του στις εποπτικές αρχές, ούτε να τα δημοσιοποιήσει. Αντίθετα, για τον εξωτερικό ελεγκτή, η κοινοποίηση πορισμάτων ελέγχου στις εποπτικές αρχές και η δημοσιοποίηση εκθέσεων αποτελούν σημαντικά όπλα για την προάσπιση των νόμιμων συμφερόντων των μετόχων και άλλων ομάδων που κινούνται γύρω από την εταιρεία (stakeholders).

Ανάμεσα στον τακτικό και τον εσωτερικό έλεγχο της εταιρείας υφίστανται σχέσεις συνεργασίας με την έννοια ότι ο τακτικός έλεγχος αξιοποιεί τα πορίσματα του διαρκούς εσωτερικού ελέγχου προκειμένου για τη διακρίβωση της ποιότητας της εικόνας που παρουσιάζουν οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας.¹¹⁰

Και στις δύο περιπτώσεις οι διατάξεις που ρυθμίζουν το θέμα του ελέγχου είναι διατάξεις αναγκαστικού δικαίου, οι οποίες δεν μπορούν να παρακαμφθούν με την ιδιωτική βούληση. Ο τακτικός έλεγχος όμως είναι έλεγχος εξωτερικός, έλεγχος δηλαδή που διενεργείται από πρόσωπα τρίτα, που δεν συμμετέχουν στη διοίκηση της εταιρείας.¹¹¹ Αντίθετα ο εσωτερικός έλεγχος ασκείται από υπηρεσία της εταιρείας, η οποία υπάγεται ιεραρχικά σε ένα τμήμα του Διοικητικού Συμβουλίου, την επιτροπή εσωτερικού ελέγχου. Έτσι, ο εσωτερικός έλεγχος, ακόμη και εάν δεν αποτελεί τμήμα της εκτελεστικής διοίκησης της εταιρείας, όπως ορθώς υποστηρίζεται, διενεργείται εντούτοις από πρόσωπα που δεν είναι τρίτοι προς αυτή. Επιπρόσθετα, ο τακτικός ελεγκτής μπορεί να θεωρηθεί και δημόσιος λειτουργός¹¹² ενώ κάτι τέτοιο δεν ισχύει για τον εσωτερικό

¹¹⁰ Λ. Κοκκίνης, άρθρο 37, 209

¹¹¹ Λ. Κοκκίνης, άρθρο 36, 75

¹¹² Ε. Περάκη, Ο τακτικός έλεγχος της ανώνυμης εταιρίας, 1984, 51

ελεγκτή, ο οποίος εντάσσεται στο οργανόγραμμα της εταιρείας και αποτελεί υπάλληλο/στέλεχος της. Υποστηρίζεται η άποψη¹¹³ ότι ο τακτικός ελεγκτής έχει το βάρος να αξιολογεί το σύστημα εσωτερικού ελέγχου καταρτίζεται και αξιολογείται από το ΔΣ ενώ το ίδιο το επιθεωρησιακό έργο του εσωτερικού ελεγκτή εποπτεύεται από την επιτροπή εσωτερικού ελέγχου που προβλέπεται στο αρθρ. 7 παρ. 2 του Νόμου. Η αξιολόγηση του συστήματος εσωτερικού ελέγχου, η οποία πάντως δεν συνεπάγεται τον έλεγχο του έργου του εσωτερικού ελεγκτή, διενεργείται από τον εξωτερικό ελεγκτή, όχι προς το σκοπό της εποπτείας του εσωτερικού ελέγχου αλλά για τη διευκόλυνση του δικού του ελεγκτικού έργου, το οποίο καθίσταται ευχερέστερο σε εταιρεία με καλά οργανωμένο και εποπτευόμενο σύστημα εσωτερικού ελέγχου.

¹¹³ Λ. Κοκκίνης άρθρο 38,183

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΝ

ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ

Στοιχεία Αγοράς

Κατηγορία: Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης

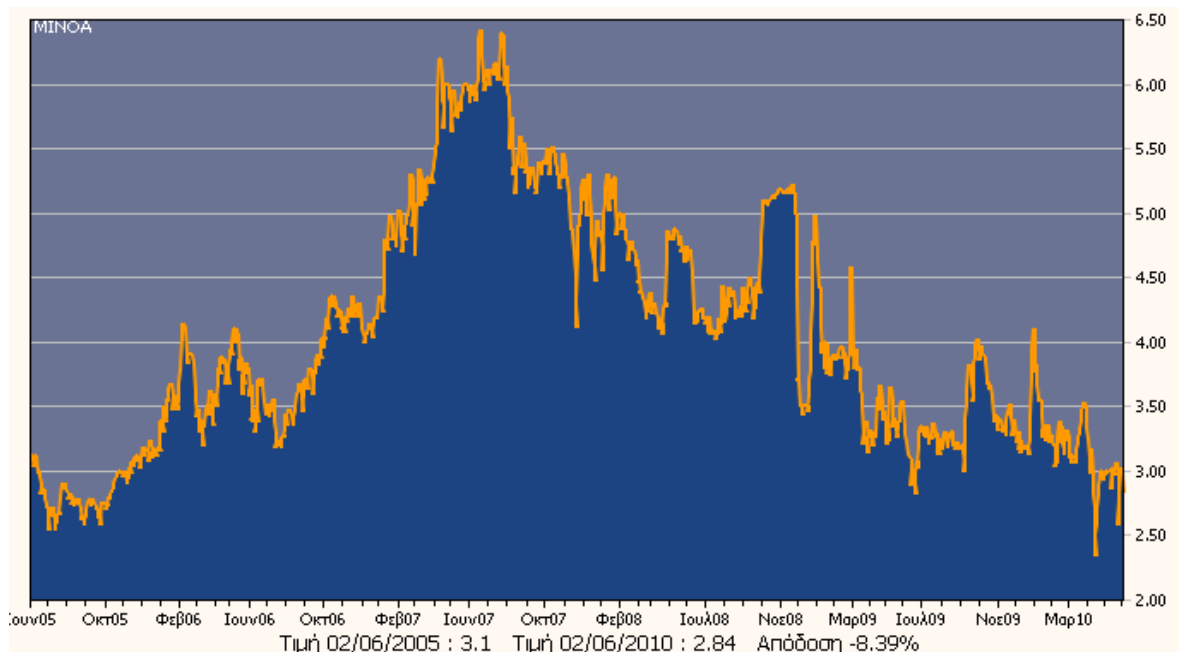
Κλάδος: Ταξίδια & Αναψυχή – Ταξίδια & Τουρισμός

Παρουσίαση της Εταιρείας

Η Εταιρεία¹¹⁴ ιδρύθηκε στις 25/05/1972 (Φ.Ε.Κ. 939 – 25/5/1972) με την επωνυμία “ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ Ανώνυμη Ναυτιλιακή Εταιρεία” και διακριτικό τίτλο “MINOAN LINES”. Οι Μινωϊκές Γραμμές, δραστηριοποιούνται στην αγορά και εκμετάλλευση πλοίων επιβατηγού ναυτιλίας, κατάλληλων για την ασφαλή μεταφορά προσώπων και πραγμάτων σε γραμμές του εσωτερικού και του εξωτερικού. Συμμετοχή σε άλλες εταιρίες με τους ίδιους ή παρεμφερείς στόχους, όπως η ίδρυση και εκμετάλλευση ξενοδοχείων, η αγορά ή μίσθωση συγκοινωνιακών μέσων. Επέκταση σε παρεμφερείς κλάδους τουριστικών και εμπορικών δραστηριοτήτων. Εισήχθησαν στο Χ.Α.Α. το 1998 και αριθμούν ως όμιλος σε 917 άτομα προσωπικό. Ο στόλος της Εταιρείας, σήμερα είναι πλήρως ανανεωμένος με μέση ηλικία 4,9 έτη και αποτελείται από 7 πλοία (H/S/F) συνολικής μεταφορικής ικανότητας 12.454 επιβατών και 5.230 οχημάτων.

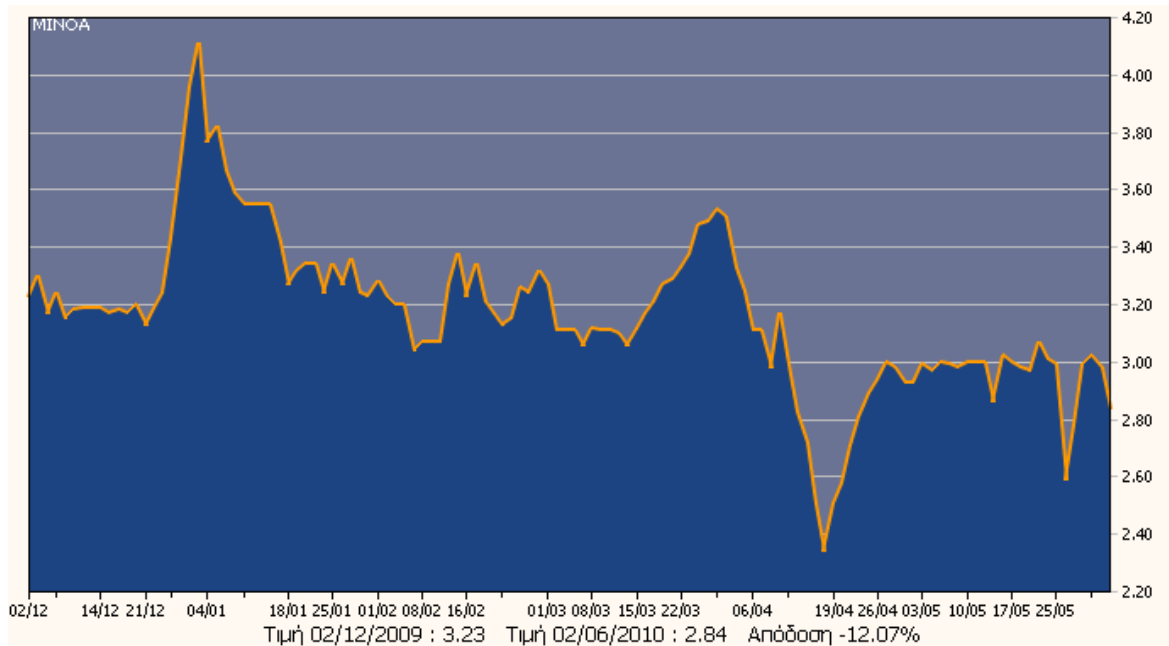
¹¹⁴ www.minaon.gr

Τα πλοία εκτελούν δρομολόγια μεταξύ Ελλάδας και Ιταλίας στην Αδριατική καθώς και στη γραμμή “Πειραιάς – Ηράκλειο”.



Διάγραμμα πορείας μετοχής Εταιρείας Μινωϊκών Γραμμών Α.Ν.Ε. 5ετίας, Πηγή: www.euro2day.gr

Οι μετοχές τις εταιρείας είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με κωδικό MINOA. Το σύνολο των μετοχών που διαιρείται το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας, και ο μέσος σταθμισμένος αριθμός τους, ανέρχεται σε 70.926.000 κοινές ονομαστικές μετοχές. Κάθε μετοχή έχει δικαίωμα μίας ψήφου. Η συνολική κεφαλαιαγοράς της Εταιρείας ανέρχεται στο ποσό 201.429.840€.



Διάγραμμα πορείας μετοχής Εταιρείας Μινωϊκών Γραμμών Α.Ν.Ε. 6μηνών,

Πηγή: www.euro2day.gr

Στρατηγική

Οι Μινωϊκές Γραμμές, επικεντρώνουν τη δραστηριότητα τους στον αμιγώς ναυτιλιακό τομέα. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στο νευραλγικό τομέα των πωλήσεων και του marketing υιοθετώντας τις πιο σύγχρονες πρακτικές και μεθόδους πελατοκεντικής φιλοσοφίας. Ανώτερος σκοπός είναι η μεγιστοποίηση της συνολικής προστιδόμενης αξίας στον επιβάτη και ενίσχυση των πωλήσεων εξωτερικού. Η Εταιρία είναι αισιόδοξη ότι με συνέπεια και εργασία οι στόχοι που έχουν τεθεί θα στεφτούν με επιτυχία ενισχύοντας την ηγετική θέση της στις αγορές που δραστηριοποιείται.

Η Εταιρία έχοντας θέσει πρώτη προτεραιότητα την ασφαλή και ποιοτική διακίνηση των επιβατών, βελτιώνει αναβαθμίζει συνεχώς της υπηρεσίες που προσφέρει. Απόδειξη των άριστων αποτελεσμάτων αυτής

της προσπάθειας αποτελούν οι πιστοποιήσεις που έχει λάβει από τους πιο έγκυρους νηογνώμονες και φορείς πιστοποίησης.

Η Εταιρία λόγω της διάρθρωσης του δανεισμού της και της φύσης των υπηρεσιών που προσφέρει, είναι εκτεθειμένη σε κίνδυνο από ενδεχόμενη άνοδο των επιτοκίων και της τιμής των καυσίμων. Για το λόγο αυτό έχει προχωρήσει στη χρήση χρηματοοικονομικών μέσων (παραγώγων) αντισταθμίζοντας σημαντικά την έκθεση στους παραπάνω κινδύνους.

Διοίκηση Εταιρείας

Το ανώτατο όργανο της Εταιρίας είναι η Γενική Συνέλευση των μετόχων η οποία εκλέγει το Διοικητικό Συμβούλιο που απαρτίζεται από 12 μέλη. Από τα δώδεκα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου τρία έχουν εκτελεστικές αρμοδιότητες και εννέα μη εκτελεστικές αρμοδιότητες. Τέσσερα από τα μη εκτελεστικά μέλη είναι ανεξάρτητα.

Η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρίας είναι η ακόλουθη:

1. Emanuele Grimaldi - Πρόεδρος Δ.Σ.
2. Κωνσταντίνος Μαμαλάκης - Αντιπρόεδρος Δ.Σ
3. Αντώνιος Μανιαδάκης - Διευθύνων Σύμβουλος
4. Gianluca Grimaldi - Μέλος Δ.Σ.
5. Diego Pacella - Μέλος Δ.Σ.
6. Paul Kyprianou - Μέλος Δ.Σ.
7. Βαβουράκης Μιχαήλ - Μέλος Δ.Σ.
8. Ιωάννης Ξενικάκης - Μέλος Δ.Σ.

9. Γιώργος Παπαγεωργίου - Μέλος Δ.Σ.
10. Μηνάς Παπαδάκης - Μέλος Δ.Σ.
11. Ευάγγελος Φρουδάκης - Μέλος Δ.Σ.
12. Μιχαήλ Χατζάκης – Μέλος Δ.Σ

Επιτροπές

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου συμμετέχουν σε επιτροπές, οι οποίες συγκαλούνται και συνεδριάζουν ανάλογα με τις υπάρχουσες ανάγκες.

Οι επιτροπές επεξεργάζονται εξειδικευμένα θέματα που απασχολούν την Εταιρία και εισηγούνται στην ολομέλεια του Διοικητικού Συμβουλίου προκειμένου να τα εγκρίνει, διευκολύνοντας τη λειτουργία του.

Οι επιτροπές είναι οι ακόλουθες:

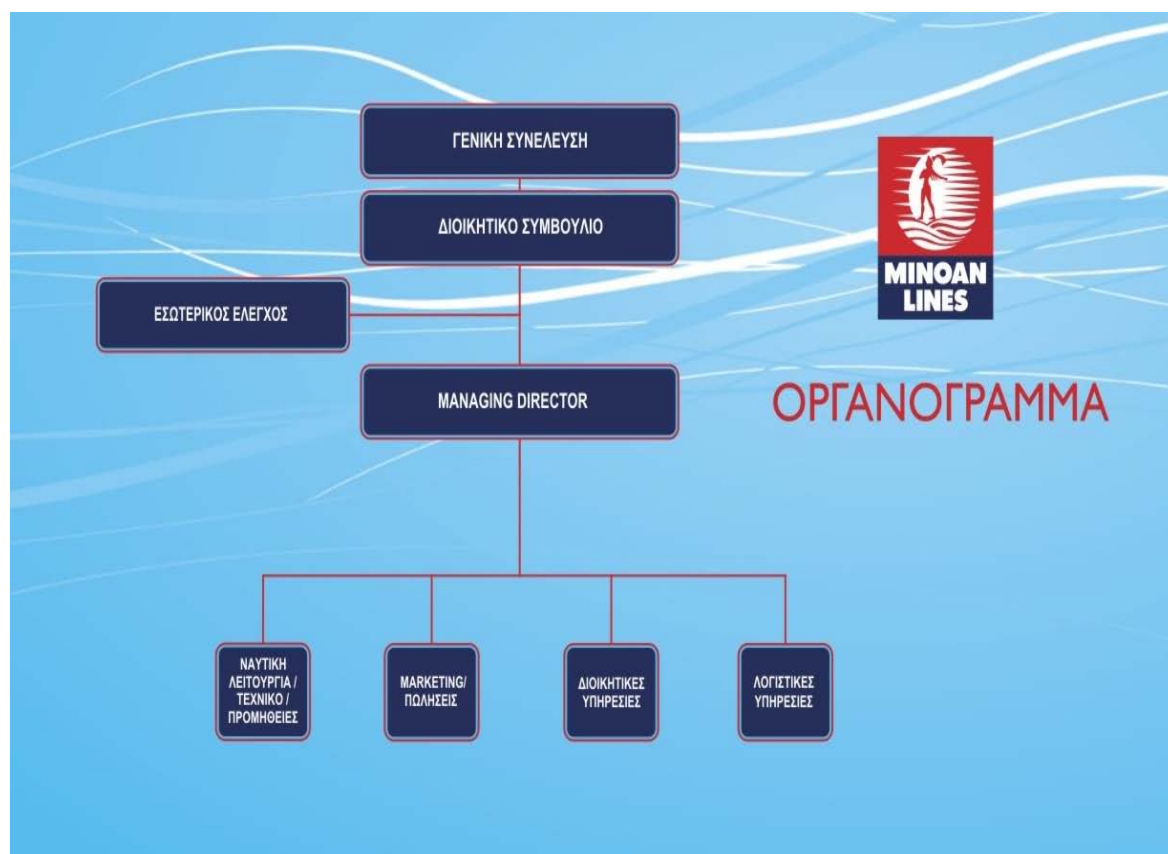
- A. Επιτροπή εσωτερικού ελέγχου
- B. Επιτροπή οικονομικού τομέα & αμοιβών
- Γ. Επιτροπή ναυτιλιακού τομέα
- Δ. Επιτροπή εμπορικού τομέα

Ενημέρωση Επενδυτών – Εξυπηρέτηση Μετόχων

Η ενημέρωση των επενδυτών είναι τακτική και συστηματική μέσω δελτίων τύπου, ενημερωτικών επιστολών και εταιρικών παρουσιάσεων. Στην Εταιρία για την ενημέρωση του επενδυτικού κοινού καθώς και για την εξυπηρέτηση των μετόχων της λειτουργούν οι υπηρεσίες:

A. Επενδυτικών σχέσεων και εταιρικών ανακοινώσεων

B. Εξυπηρέτησης μετόχων



Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Χρήσης

Αξιολόγηση του Συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης των Μινωϊκών Γραμμών Α.Ν.Ε.

Βασικά Δικαιώματα των μετόχων Minoas Lines	
Ισότιμη μεταχείριση των μετόχων	Υπάρχει
Υπαρξη οργανωμένου και αυτόνομου τμήματος Εξυπηρέτησης μετόχων	Υπάρχει υπηρεσία εταιρικών ανακοινώσεων και εξυπηρέτησης μετόχων
Τρόπος άσκησης Δικαιωμάτων ψήφου στη γενική συνέλευση των μετόχων	Κάθε μετοχή έχει δικαίωμα μίας ψήφου
Μηχανισμοί ενημέρωσης των μετόχων για την ημερομηνία και τα θέματα της γενικής συνέλευσης	Η ενημέρωση των μετόχων γίνεται μέσω του δικτυακού τόπου της εταιρίας.
Εξήγηση στους Μετόχους των προτάσεων που υποβάλλονται στη Γενική Συνέλευση	Γίνεται επεξήγηση κάθε θέματος

Η εταιρία πραγματοποιεί τις απαραίτητες ενέργειες ώστε να εξασφαλίζονται τα βασικά δικαιώματα των μετόχων καθώς υπάρχει ισότιμη μεταχείριση τους, φροντίζει για την εξυπηρέτηση τους με

Εταιρική Διακυβέρνηση

αυτόνομο τμήμα και ενημερώνει τους επενδυτές μέσω του δικτυακού της τόπου.

Διαφάνεια πληροφοριών και έλεγχος	γνωστοποίηση	Minoan Lines
Παρουσίαση εξαμηνιαίων οικονομικών ευκρινή και αξιόπιστη μορφή.	τριμηνιαίων, και ετήσιων καταστάσεων με	Στον δικτυακό τόπο της εταιρίας και στον δικτυακό τόπο του ΧΑΑ, www.ase.gr
Έγκαιρη δημοσιοποίηση οικονομικών καταστάσεων εταιρίας	των	Υπάρχει έγκαιρη δημοσιοποίηση των οικονομικών καταστάσεων.
Δίκαιη και ισότιμη μεταχείριση των μετόχων αναφορικά με τη διάδοση πληροφοριών.	Διαπιστώθηκε δίκαιη και ισότιμη μεταχείριση των μετόχων όσον αφορά την διάδοση πληροφοριών	
Επεξήγηση των αποκλίσεων των ανακοινωθέντων στόχων με τα πραγματοποιηθέντα αποτελέσματα		-
Κατάρτιση καταστάσεων και ταμειακών ροών με βάση τα	οικονομικών οικονομικών καταστάσεων με βάση τα	Γίνεται κατάρτιση των καταστάσεων με βάση τα ΔΛΠ από το 2005

Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα

Ειδική αναφορά στην ετήσια Αναφορά στους κινδύνους, έκθεση για το σύστημα διακύμανσης των επιτοκίων, τους διαχείρισης κινδύνου της πιστωτικούς και τους εταιρίας. συναλλαγματικούς κινδύνους.

Σύγκριση συμφερόντων Δεν εντοπίστηκε σύγκριση εσωτερικών ελεγκτών με τους συμφερόντων. εξωτερικούς ελεγκτές της εταιρίας

Η Εταιρία μειονεκτεί ως προς την γνωστοποίηση πληροφοριών, αναφορικά με τις αποκλίσεις των ανακοινωθέντων στόχων και των πραγματοποιηθέντων αποτελεσμάτων καθώς δεν αναφέρονται ούτε στο ετήσιο δελτίο ούτε στον δικτυακό τόπο της εταιρίας.

Διοικητικό Συμβούλιο

Minoan Lines

Διαχωρισμός της θέσης του Υπάρχει διαχωρισμός της θέσης, προέδρου του διοικητικού ο πρόεδρος του ΔΣ είναι συμβουλίου από αυτή του εκτελεστικό μέλος διευθύνοντος συμβούλου.

<p>Δομή και κριτήρια διαμόρφωσης της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου</p>	-
<p>Η ανεξαρτησία των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου</p>	<p>Υφίσταται η ανεξαρτησία των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.</p>
<p>Υπαρξη ρητών κανόνων και αρμοδιοτήτων διοικητικού συμβουλίου</p>	-
<p>Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου</p>	<p>12 μέλη, 3 εκτελεστικά και 9 μη εκτελεστικά, 4 ανεξάρτητα</p>
<p>Λειτουργία ειδικών επιτροπών, συμβουλευτικών στο διοικητικό συμβούλιο</p>	<p>Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου Επιτροπή Οικονομικού Τομέα και Αμοιβών Επιτροπή Ναυτιλιακού Τομέα Επιτροπή Εμπορικού Τομέα Υποεπιτροπή Προμηθειών</p>
<p>Πρόσβαση των μελών του διοικητικού συμβουλίου στο management της εταιρίας,</p>	<p>Υπάρχει, μέσω εκλογών στις Γ.Σ. των μετόχων.</p>

διαδικασία ενσωμάτωσης νέων μελών στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας

Συχνότητα εκλογής των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου -

Σύνδεση αμοιβής των μη Είμαι ανάλογη των υπηρεσιών εκτελεστικών μελών του που προσφέρουν, δεν υπάρχει διοικητικού συμβουλίου με τα σύνδεση αποτελέσματα της εταιρίας

Παρατηρείται η ισορροπία μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. Η εταιρία πληροί την προϋπόθεση ότι το 1/3 των μελών του Δ.Σ. θα πρέπει να είναι ανεξάρτητα καθώς απαριθμούνται σε 4 ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη από 12 του συνόλου. Επιπρόσθετα η εταιρία διαθέτει τις απαραίτητες ως προς την εταιρική διακυβέρνηση επιτροπές βοηθητικές του Δ.Σ. Αντιθέτως δεν υπάρχει καμία ενημέρωση ως προς την δομή και τα κριτήρια διαμόρφωσης της σύνθεσης του Δ.Σ., τις αρμοδιότητες του Δ.Σ. και της συχνότητας εκλογής των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.

Ο διευθύνων σύμβουλος και τα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη		Minoan Lines
Αρμοδιότητες και ευθύνες του διευθύνοντος συμβούλου		-
Γνωστοποίηση στη γενική συνέλευση των μετόχων ή στην ετήσια έκθεση της ιδιοκτησίας μετοχών από τα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη		Ο αριθμός των μετοχών που κατέχουν τα εκτελεστικά στελέχη είναι γνωστός μέσω του ενημερωτικού δελτίου των μετόχων.
Διάρκεια θητείας του διευθύνοντος συμβούλου της εταιρίας		-
Υπαρξη Χρηματοοικονομικού συμβούλου/ διευθυντή και η θέση του στην εταιρία		Υπάρχει διευθυντής οικονομικού τομέα
Σύνδεση αμοιβής των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου με τα αποτελέσματα της εταιρίας		Δεν υπάρχει, η αμοιβή των μελών του Δ.Σ. είναι ανάλογη των υπηρεσιών που προσφέρουν.

Δεν βρέθηκε καμία αναφορά ως προς τις αρμοδιότητες και ευθύνες του Διευθύνοντος συμβούλου καθώς επίσης και τη διάρκεια της θητείας του. Σχετικά με την αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. δεν καθορίζεται με τέτοιο τρόπο έτσι ώστε να συνδέεται με την απόδοση της εταιρίας.

Εταιρική Διακυβέρνηση

Δέσμευση εταιρικής διακυβέρνησης Κοινωνική υπευθυνότητα και Σχέση με τους έχοντες νόμιμα συμφέροντα στην εταιρία	Minoan Lines
Ύπαρξη αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στην εταιρία	Δεν αναφέρονται επαρκώς στο ετήσιο δελτίο ούτε στον δικτυακό τόπο της εταιρίας
Διαθεσιμότητα των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης (π.χ. μέσω Διαδικτύου)	Δεν υπάρχει
Ύπαρξη επιτροπής εταιρικής διακυβέρνησης ή ατόμου που ασχολείται με την προσαρμογή του ελληνικού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης στην εταιρία	Δεν υπάρχει
Σχέση εταιρίας με τους έχοντες οικονομικά συμφέροντα με αυτήν (stakeholders)	Γίνεται λεπτομερής ανάλυση στο ετήσιο δελτίο
Βαθμός κοινωνικής υπευθυνότητας της εταιρίας	Διοργάνωση πολιτιστικών εκδηλώσεων Ενίσχυση σωματείων, συλλόγων, ιδρυμάτων απόρων οικογενειών και αθλητισμού

Η Minoan Lines ενώ σε γενικές γραμμές φαίνεται να πληροί τα κριτήρια που θέτει η εταιρική διακυβέρνηση, δεν αναφέρει επαρκώς τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης που ακολουθεί η εταιρία και δεν έχει συστήσει ειδική επιτροπή εταιρικής διακυβέρνησης. Η εταιρία έχει αυξημένο βαθμό κοινωνικής υπευθυνότητας καθώς, μέρος των κερδών της Minoan Lines

επιστρέφονται κάθε χρόνο πάλι στην κοινωνία, για την εκπαίδευση, τη διοργάνωση πολιτιστικών εκδηλώσεων, την ενίσχυση σωματείων, συλλόγων, ιδρυμάτων, απόρων οικογενειών και του αθλητισμού.

Συμπεράσματα

Οι Μινωϊκές γραμμές Α.Ν.Ε. φαίνεται να έχουν συμμορφωθεί σε ικανοποιητικό βαθμό, ως προς την εφαρμογή του Νόμου 3016/2002 και έχει δημιουργήσει σε επαρκή βαθμό όλα τα απαραίτητα τμήματα που είναι αναγκαία για την εξασφάλιση της λογοδοσίας και της διαφάνειας. Τα μέλη του Δ.Σ. συμμετέχουν σε επιτροπές, οι οποίες συγκαλούνται και θέματα που απασχολούν την εταιρία και εισηγούνται στην ολομέλεια του Δ.Σ., προκειμένου να τα εγκρίνει, διευκολύνοντας την λειτουργία του. Οι επιτροπές αυτές είναι οι ακόλουθες: Α) Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου, Β) Επιτροπή Οικονομικού τομέα και Αμοιβών, Γ) Επιτροπή Ναυτιλιακού τομέα, Δ) Επιτροπή εμπορικού τομέα και υποεπιτροπή Προμηθειών. Όσον αφορά την ισορροπία του διοικητικού συμβουλίου, ο αριθμός των μελών του, είναι έτσι κατανομημένος, ώστε κανένας Σύμβουλος ή μικρή ομάδα Συμβούλων να κυριαρχεί στην λήψη αποφάσεων από το Δ.Σ. και καμία ομάδα συμβούλων να μην υπερψηφεί των άλλων δύο.

Έχει οργανώσει Υπηρεσίες Ενημέρωσης Επενδυτών, Εξυπηρέτησης Μετόχων και Εταιρικών Ανακοινώσεων, επιφορτισμένες με το έργο της ορθής τήρησης του μετοχολογίου, της πληροφόρησης των επενδυτών, των μετόχων και των αρμόδιων εποπτικών αρχών αντίστοιχα.

ΘΕΤΙΚΑ

- ✓ Το ΔΣ εκλέγεται δε διορίζεται.

Εταιρική Διακυβέρνηση

- ✓ Το καταστατικό δεν περιέχει ειδικά δικαιώματα υπέρ συγκεκριμένων μετόχων σύμφωνα με το ετήσιο δελτίο.
- ✓ Υπάρχει διαχωρισμός ρόλου προέδρου και διευθύνοντα συμβούλου
- ✓ Εταιρική κοινωνική ευθύνη
- ✓ Διαθέτει επιτροπή αμοιβών
- ✓ Υπάρχει ισορροπία μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών
- ✓ Τα ανεξάρτητα μέλη αποτελούν το 1/3 των μελών του Δ.Σ.

ΑΡΝΗΤΙΚΑ

- ✓ Δεν γίνεται σε επαρκή βαθμό αναφορά στις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης
- ✓ Ελλιπές ετήσιο Δελτίο

ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ

Στοιχεία Αγοράς

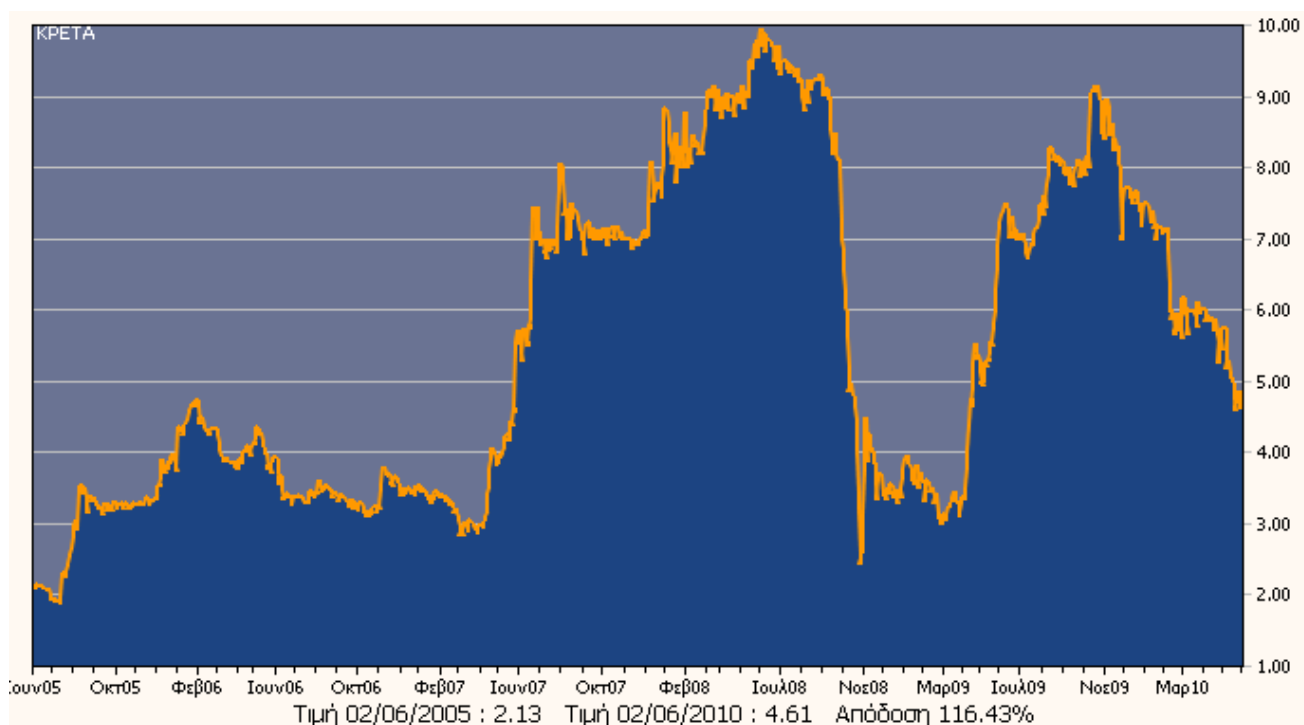
Κατηγορία: Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης

Κλάδος: Τρόφιμα & Ποτά-Τρόφιμα

Παρουσίαση της Εταιρίας

Η ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.¹¹⁵ είναι μία αμιγώς ελληνική καθετοποιημένη επιχείρηση, εύρωστη και δυναμική, που ελέγχει πλήρως την παραγωγή, μεταποίησης και εμπορία των προϊόντων που παράγει. Ιδρύθηκε το 1979 και εισήχθη στο Χ.Α.Α. το 2000. Το αντικείμενο της δραστηριότητας της είναι η παραγωγή, εκτροφή πάχυνση χοιρινών, η επεξεργασία, συσκευασία κατάψυξη και διάθεση νωπού, ψυγμένου και καταψυγμένου κρέατος και κρεατοσκευασμάτων, η παραγωγή αλλαντικών, η εμπορία τροφίμων καθώς και η παραγωγή κτηνοτροφών. Αριθμεί σε 800 άτομα προσωπικό ως εταιρία και 881 ως όμιλος.

¹¹⁵ www.cretafarm.gr



Διάγραμμα πορείας μετοχής Εταιρείας Creta Farm 5ετίας, Πηγή: www.euro2day.gr

Διοικητικό Συμβούλιο

Η ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε. διοικείται από επταμελές Διοικητικό Συμβούλιο. Το Διοικητικό Συμβούλιο εκλέχθηκε από την Έκτακτη Γενική Συνέλευση των μετόχων της 15/10/2002 (ΦΕΚ 11010/29-10-2002). Η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου είναι εναρμονισμένη με τις διατάξεις του Ν. 3016/17-5-2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης.

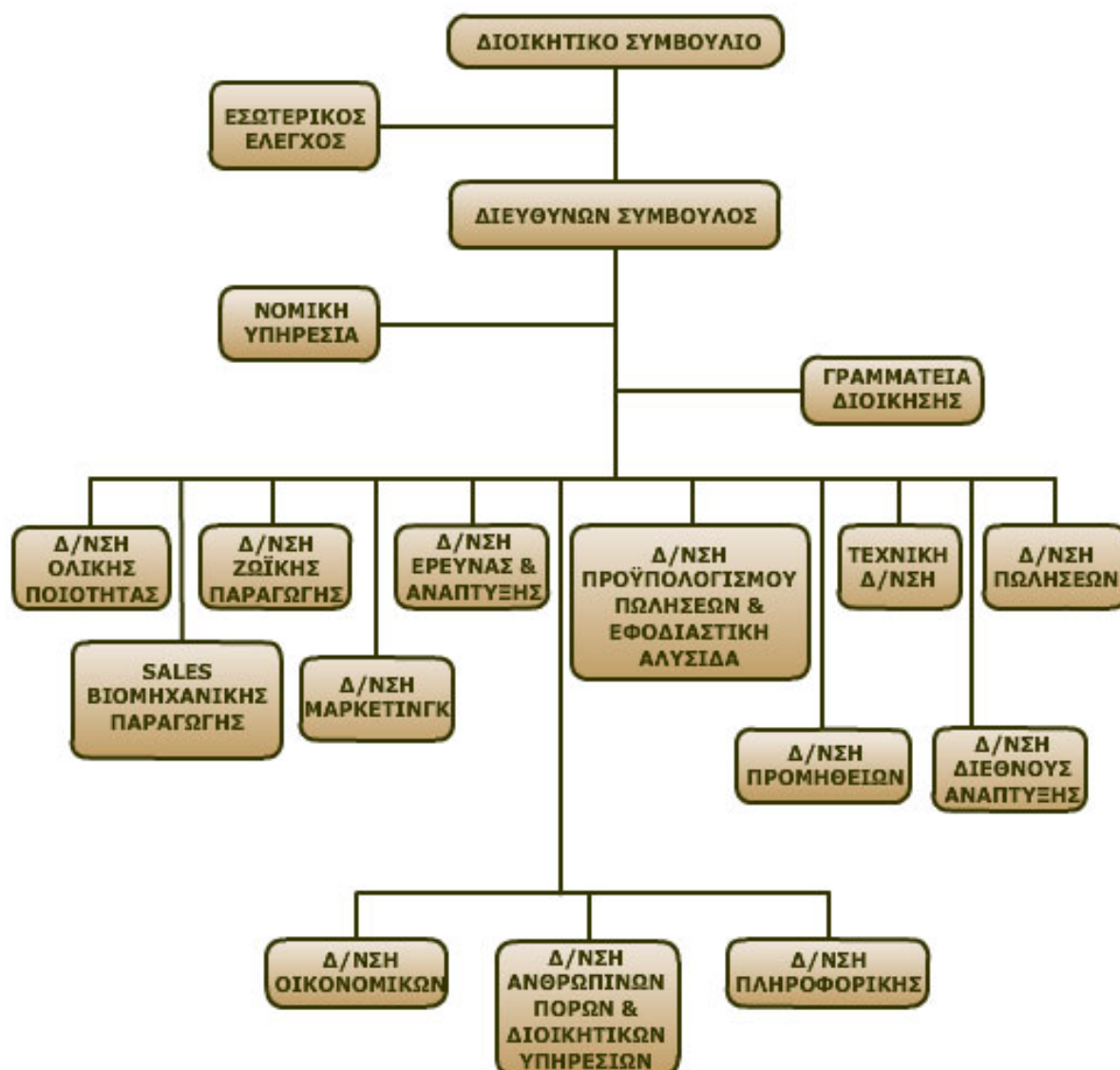
Σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου Creta Farm

Όνοματεπώνυμο	Ιδιότητα	Θέση
Εμμανουήλ Στ. Δομαζάκης	Εκτελεστικό μέλος	Πρόεδρος και Δ/νων Σύμβουλος
Κωνσταντίνος Στ.	Εκτελεστικό μέλος	Αντιπρόεδρος και Δ/νων

Εταιρική Διακυβέρνηση

	Σύμβουλος
Δομαζάκης Ελένη, συζ. Στυλιανού, Δομαζάκη	Μη εκτελεστικό μέλος
Βασίλειος Μ. Βουμβουράκης	Εκτελεστικό μέλος
Εμμανουήλ Κοτζαμπασάκης	Ανεξάρτητο, μη εκτελεστικό μέλος
Τετώρος Εμμανουήλ	Ανεξάρτητο, μη εκτελεστικό μέλος
Γενηγιώργης Κωνσταντίνος	Ανεξάρτητο, μη εκτελεστικό μέλος

Οργανόγραμμα



Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο Μετόχων

Σκοπός της εταιρίας

Όπως αυτός ορίζεται στο άρθρο 3 του καταστατικού της είναι:

- Η παραγωγή, εκτροφή και πάχυνση ζώων εσωτερικού ή εξωτερικού.
- Η παραγωγή κτηνοτροφών εν γένει

- Η επεξεργασία, συσκευασία, κατάψυξη και διάθεση νωπού και κατεψυγμένου κρέατος καθώς και προϊόντων ή υποπροϊόντων αυτού.
- Η εμπορία των παραγομένων ως άνω ειδών ως και άλλων συναφών παραγωγής τρίτων.
- Η έρευνα προς ανάπτυξη και βελτίωση της παραγωγής κρέατος.
- Η διενέργεια πάσης άλλης συναφούς επιχειρήσεως.
- Η συμμετοχή της Εταιρίας σε επιχειρήσεις με το αυτό ή μη αντικείμενο εργασιών και οιαδήποτε νομική μορφή.
- Η ανάληψη αντιπροσωπεύσεως οίκων εσωτερικού και εξωτερικού.

Ο κατά ΕΣΥΕ κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται η Εταιρία, είναι ο κλάδος παραγωγής, επεξεργασίας και συντήρησης κρέατος και προϊόντων κρέατος (Κ.Α.Δ. 151.1 έως 151.3).

Η ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Β. είναι σήμερα η μεγαλύτερη, πλήρως καθετοποιημένη, εξειδικευμένη χοιροτροφική μονάδα, στην Ελλάδα, παραγωγής νωπού κρέατος και αλλαντικών, η οποία για περισσότερο από μία δεκαετία αναπτύσσεται με εντονότερους ρυθμούς σε σχέση με οποιαδήποτε άλλη εταιρία στον κλάδο της. Στην περίοδο 1990-2001 ο κύκλος εργασιών της εκτοξεύτηκε από το 1εκ. ευρώ σχεδόν στα 50 εκ. ευρώ, σημειώνοντας μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 42%. Με τις συνεχείς επενδύσεις, όχι μόνο έχουν δημιουργήσει μία υπερσύγχρονη βιομηχανική εταιρία, αλλά και

ένα πλήρως καθετοποιημένο όμιλο με 4 θυγατρικές εταιρίες και προσωπικό που υπερβαίνει τα 800 άτομα.

Δικαιώματα Μετόχων¹¹⁶

Το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρίας διαιρείται σε 29.480.000 κοινές ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας 4,61€ η κάθε μία.

Κάθε μετοχή της Εταιρίας ενσωματώνει όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που καθορίζονται από το Κ.Ν. 2190/1920 (στο εξής ο "Νόμος ") και το Καταστατικό της Εταιρίας, το οποίο όμως δεν περιέχει διατάξεις περισσότερο περιοριστικές από αυτές που προβλέπει ο Νόμος. Η κατοχή του τίτλου της μετοχής συνεπάγεται αυτοδικαίως την αποδοχή από τον κύριο αυτής του καταστατικού της Εταιρίας και των νομίμων αποφάσεων των Γενικών Συνελεύσεων των μετόχων. Το καταστατικό της Εταιρίας δεν περιέχει ειδικά δικαιώματα υπέρ συγκεκριμένων μετόχων.

Η ευθύνη των μετόχων περιορίζεται στην ονομαστική αξία των μετοχών που κατέχουν. Κάθε μετοχή παρέχει το δικαίωμα ιδιοκτησίας στην περιουσία της εταιρίας και ανάλογη συμμετοχή στα κέρδη της Εταιρίας, σύμφωνα με το Νόμο και τις διατάξεις του Καταστατικού. Τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις που απορρέουν από κάθε μετοχή παρακολουθούν αυτή σε οποιοδήποτε καθολικό ή ειδικό διάδοχο του μέτοχου. Οι μέτοχοι ενασκούν τα δικαιώματά τους σε σχέση με τη Διοίκηση της Εταιρίας μόνο μέσω των Γενικών Συνελεύσεων.

¹¹⁶ <http://cretafarm.gr/frames/default.asp?langid=1&pagecode>

Οι μέτοχοι έχουν προνόμιο προτίμησης σε κάθε μελλοντική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας, ανάλογα με την συμμετοχή τους στο υφιστάμενο μετοχικό κεφάλαιο, όπως ορίζεται στο άρθρο 13, παράγραφος 5 του Κωδικοποιημένου Νόμου 2190/1920.

Οι δανειστές του μετοχικού και οι καθολικοί ή ειδικοί διάδοχοί τους σε καμία περίπτωση δεν μπορούν να προκαλέσουν την κατάσχεση ή την σφράγιση οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου ή των βιβλίων της Εταιρίας, ούτε να ζητήσουν τη διανομή ή εκκαθάριση της, ούτε να αναμιχθούν κατά οποιοδήποτε τρόπο στη διοίκηση ή τη διαχείρισή της.

Κάθε μέτοχος, οπουδήποτε και αν κατοικεί, λογίζεται ότι έχει μόνιμη κατοικία την έδρα της Εταιρίας ως προς τις σχέσεις του με αυτήν και υπόκειται στην Ελληνική Νομοθεσία. Κάθε διαφορά μεταξύ της Εταιρίας αφ' ενός και των μετόχων ή οποιουδήποτε τρίτου αφ' ετέρου, υπάγεται στην αποκλειστική αρμοδιότητα των τακτικών δικαστηρίων, η δε εταιρία ενάγεται μόνον ενώπιον των δικαστηρίων της έδρας της.

Κάθε μετοχή είναι αδιαίρετη και παρέχει το δικαίωμα μιας ψήφου. Συγκύριοι κοινών μετοχών, για να έχουν δικαίωμα ψήφου, πρέπει να υποδείξουν στην Εταιρία εγγράφως ένα κοινό εκπρόσωπο για την μετοχή αυτή, ο οποίος θα τους εκπροσωπήσει στη Γενική Συνέλευση. Εάν δεν οριστεί εκπρόσωπος, τότε να δικαιώματα των συγκύριων μετόχων στη Γενική Συνέλευση δεν μπορούν να ασκηθούν.

Κάθε μέτοχος δικαιούται να μετέχει στη Γενική Συνέλευση της Εταιρίας, είτε αυτοπροσώπως, είτε μέσω πληρεξουσίου. Για να μετάσχει μέτοχος στην Γενική Συνέλευση πρέπει να καταθέσει τις μετοχές του στο Ταμείο της Εταιρίας ή στο Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων ή σε οποιαδήποτε Τράπεζα στην Ελλάδα, πέντε τουλάχιστον ημέρες πριν την ορισθείσα για την συνεδρίαση της Γενική Συνέλευσης ημερομηνία. Μέσα στην ίδια προθεσμία πρέπει να κατατίθενται στην Εταιρία οι αποδείξεις κατάθεσης των μετοχών και τα έγγραφα εκπροσώπησης και να δίνεται στο μέτοχο απόδειξη για την είσοδό του στη Γενική Συνέλευση.

Μέτοχοι, που εκπροσωπούν το 5% του καταβεβλημένου Μετοχικού Κεφαλαίου:

1. Έχουν δικαίωμα να ζητήσουν από το Πρωτοδικείο της έδρας της Εταιρίας τον έλεγχο της Εταιρίας, σύμφωνα με το άρθρο 40 του Κ.Ν. 2190/1920, και
2. Μπορούν να ζητήσουν τη σύγκλιση της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης των μετόχων. Κάθε μέτοχος μπορεί να ζητήσει, δέκα ημέρες πριν από την Τακτική Γενική Συνέλευση τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις και τις σχετικές εκθέσεις του Διοικητικού Συμβουλίου και των Ελεγκτών της Εκδότριας Εταιρίας.

Εταιρική Διακυβέρνηση

Η ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε. έχει δώσει ιδιαίτερη σημασία και έμφαση στην εφαρμογή κανόνων λειτουργίας και στην θέσπιση αρχών εταιρικής διακυβέρνησης¹¹⁷ στην εταιρία.

Η εταιρία καθημερινώς προσπαθεί για:

- Διαφάνεια στη διοίκηση
- Ανεξαρτησία ανάμεσα στην διοίκηση και στο θεσμό του ελέγχου
- Επίδειξη εταιρικής κοινωνικής ευθύνης.

Στη βάση αυτή υιοθετήθηκε ένα δομημένο μοντέλο διοίκησης, που καλύπτει τις ανάγκες και τους στόχους της εταιρίας, και είναι προσαρμοσμένο και στις ιδιαιτερότητες που υπάρχουν. Έτσι για το συμφέρον και των μετόχων, η διοίκηση έχει καταστήσει σαφή τη θέληση της και την πολιτική της να ελέγχεται για τις ηθικές, νομικές και επιχειρηματικές ευθύνες της στη μακροπρόθεσμη διακυβέρνηση της εταιρίας.

Η ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε. βρίσκεται ήδη σε πλήρη εφαρμογή και ταύτιση με όλους τους κανόνες συμπεριφοράς των εισηγμένων εταιριών που θέσπισε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με την από 5/204/14.11.2000, ΦΕΚ 1487 Β', 6-12-2000 απόφαση της, όπως εκάστοτε ισχύει.

¹¹⁷ Ετήσιο Δελτίο Χρήσης

Αξιολόγηση του Συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης της ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ	<ul style="list-style-type: none"> • Βασικά Δικαιώματα μετόχων • Διαφάνεια γνωστοποίηση πληροφοριών και έλεγχος
ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ	<ul style="list-style-type: none"> • Διοικητικό Συμβούλιο • Διευθύνων σύμβουλος και εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη
ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ	<ul style="list-style-type: none"> • Δέσμευση Εταιρικής Διακυβέρνησης, Κοινωνική υπευθυνότητα • Η σχέση με τους έχοντες νόμιμα συμφέροντα στην εταιρία

Βασικά Δικαιώματα των μετόχων	ΚΡΕΤΑ FARM
Ισότιμη μεταχείριση των μετόχων	Υπάρχει Ισότιμη μεταχείριση των μετόχων
Ύπαρξη οργανωμένου και αυτόνομου τμήματος Εξυπηρέτησης μετόχων	Υπάρχει
Τρόπος άσκησης Δικαιωμάτων ψήφου στη γενική συνέλευση των μετόχων	Το καταστατικό της εταιρίας δεν περιέχει ειδικά δικαιώματα υπέρ συγκεκριμένων μετοχών. Οι

Εταιρική Διακυβέρνηση

μετόχων	μετοχές είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες.
Μηχανισμοί ενημέρωσης των μετόχων για την ημερομηνία και τα θέματα της γενική συνέλευσης	Μέσω των ετήσιων δελτίων και μέσω του δικτυακού τόπου της εταιρίας (www.cretafarm.gr)
Εξήγηση στους Μετόχους των προτάσεων που υποβάλλονται στη Γενική Συνέλευση	Δίνονται σαφείς εξηγήσεις για όλα τα θέματα που αφορούν την εταιρία.

Η εταιρία σέβεται και υπερασπίζεται τα δικαιώματα των μετόχων καθώς στο ετήσιο δελτίο της περιλαμβάνονται όλες οι πληροφορίες και τα οικονομικά στοιχεία που είναι απαραίτητα για τη σωστή εκτίμηση της περιουσίας, της χρηματοοικονομικής κατάστασης, των αποτελεσμάτων και των προοπτικών της εταιρίας από τους μετόχους αυτής, τους επενδυτές, τα αρμόδια όργανα και τις Αρχές της Κεφαλαιαγοράς. Επίσης η εταιρία διαθέτει τμήμα εξυπηρέτησης μετόχων, το οποίο είναι εξουσιοδοτημένο να παρέχει κάθε δυνατή πληροφορία σχετικά με την εταιρία.

Διαφάνεια γνωστοποίηση πληροφοριών και έλεγχος	CRETA FARM
Παρουσίαση τριμηνιαίων, εξαμηνιαίων και ετήσιων οικονομικών καταστάσεων με ευκρινή και αξιόπιστη μορφή.	Η εταιρία όπως υποχρεούται από το νόμο προβαίνει σε παρουσίαση των τριμηνιαίων, εξαμηνιαίων και ετήσιων οικονομικών καταστάσεων με απόλυτη διαφάνεια.

Εταιρική Διακυβέρνηση

Έγκαιρη δημοσιοποίηση των οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας	Υπάρχει έγκαιρη δημοσιοποίηση των οικονομικών καταστάσεων.
Δίκαιη και ισότιμη μεταχείριση των μετόχων αναφορικά με τη διάδοση πληροφοριών.	Δε διαπιστώθηκε καμία διάκριση σχετικά με τη διάδοση πληροφοριών στους μετόχους.
Επεξήγηση των αποκλίσεων των ανακοινωθέντων στόχων με τα πραγματοποιηθέντα αποτελέσματα.	Απόλυτη συμβατότητα των ανακοινωθέντων στόχων με τα πραγματοποιηθέντα αποτελέσματα.
Κατάρτιση οικονομικών καταστάσεων και καταστάσεων ταμειακών ροών με βάση τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα	Οι οικονομικές καταστάσεις και καταστάσεις ταμειακών ροών καταρτίζονται με βάση τα ΔΠΧΠ
Ειδική αναφορά στην ετήσια έκθεση για το σύστημα διαχείρισης κινδύνου της εταιρίας.	Αναφέρονται όλοι οι κίνδυνοι που ενδέχεται να αντιμετωπίσει η εταιρία.
Σύγκριση συμφερόντων εσωτερικών ελεγκτών με τους εξωτερικούς ελεγκτές της εταιρίας	-

Ο όμιλος εκτίθεται σε διάφορους χρηματοοικονομικούς κινδύνους, συμπεριλαμβανομένων των απρόβλεπτων διακυμάνσεων, συναλλαγματικών ισοτιμιών και επιτοκίων, πιστωτικών κινδύνων και κινδύνου ρευστότητας. Το γενικό πρόγραμμα διαχείρισης κινδύνων του ομίλου έχει στόχο να ελαχιστοποιήσει τις αρνητικές επιπτώσεις που μπορεί να έχουν οι κίνδυνοι αυτοί στην χρηματοοικονομική απόδοση του ομίλου. Ο όμιλος δεν προβαίνει σε συναλλαγές

Εταιρική Διακυβέρνηση

κερδοσκοπικού χαρακτήρα ή συναλλαγές που δεν σχετίζονται, με τις εμπορικές, επενδυτικές ή δανειοληπτικές δραστηριότητες του: α) Συναλλαγματικός κίνδυνος, β) Πιστωτικός κίνδυνος, γ) Κίνδυνος επιτοκίου, δ) Κίνδυνος ρευστότητας. Οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας και του ομίλου έχουν συνταχθεί σύμφωνα με υιοθετηθέντα από την Ευρωπαϊκή Ένωση Δ.Π.Χ.Π. καθώς και από τις σχετικές διερμηνείες που έχει εκδώσει η Επιτροπή Διερμηνειών Δ.Π.Χ.Π. και τα οποία είναι σχετικά με τις δραστηριότητες του ομίλου.

Διοικητικό συμβούλιο	CRETA FARM
Διαχωρισμός της θέσης του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου από αυτή του διευθύνοντος συμβούλου.	Δεν υπάρχει διαχωρισμός, ο Πρόεδρος εκτελεστικό μέλος
Δομή και κριτήρια διαμόρφωσης της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου	Τα μέλη εκλέγονται, δε διορίζονται. Εκλογή κάθε 5 έτη
Η ανεξαρτησία των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου	Υφίσταται ανεξαρτησία.
Ύπαρξη ρητών κανόνων και αρμοδιοτήτων διοικητικού συμβουλίου.	-
Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου	7 μέλη, 4 εκτελεστικά, 3 μη εκτελεστικά, 2 ανεξάρτητα.
Λειτουργία ειδικών επιτροπών, συμβουλευτικών στο διοικητικό συμβούλιο	Δεν υπάρχει καμία επιτροπή.
Πρόσβαση των μελών του	Υπάρχει, μέσω εκλογών στις Γ.Σ.

Εταιρική Διακυβέρνηση

διοικητικού συμβουλίου στο management της εταιρίας, διαδικασία ενσωμάτωσης νέων μελών στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας	των μετόχων.
Συχνότητα εκλογής των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου.	-
Σύνδεση αμοιβής των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου με τα αποτελέσματα της εταιρίας.	Δεν υπάρχει, η αμοιβή των μελών του Δ.Σ. είναι ανάλογη των υπηρεσιών που προσφέρουν.

Είναι φανερό ότι υπάρχει ισορροπία μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ, όπως επίσης και ότι τηρείται το κριτήριο της ανεξαρτησίας των μη εκτελεστικών μελών. Αντιθέτως δεν υπάρχει διαχωρισμός μεταξύ προέδρου του ΔΣ και διευθύνοντος συμβούλου και υπάρχει παντελής έλλειψη επιτροπών.

Ο διευθύνων σύμβουλος και τα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη	CRETA FARM
Αρμοδιότητες και ευθύνες του διευθύνοντος συμβούλου.	-
Γνωστοποίηση στη γενική συνέλευση των μετόχων ή στην ετήσια έκθεση της ιδιοκτησίας μετόχων από τα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη	Ο αριθμός των μετοχών που κατέχουν τα εκτελεστικά στελέχη είναι γνωστός μέσω του ενημερωτικού δελτίου των μετόχων.
Διάρκεια θητείας του διευθύνοντος συμβούλου της	

Εταιρική Διακυβέρνηση

εταιρείας	-
Υπαρξη Χρηματοοικονομικού συμβούλου/διευθυντή και η θέση του στην εταιρεία.	Υπάρχει οικονομικός διευθυντής.

Δεν βρέθηκε καμία αναφορά ως προς τις αρμοδιότητες και ευθύνες του Διευθύνοντος συμβούλου καθώς επίσης και τη διάρκεια της θητείας του.

Δέσμευση εταιρικής διακυβέρνησης Κοινωνική υπευθυνότητα και Σχέση με τους έχοντες νόμιμα συμφέροντα στην εταιρεία	CRETA FARM
Υπαρξη αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στην εταιρεία.	Έχει υιοθετήσει και εφαρμόσει τις αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης.
Διαθεσιμότητα των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης (π.χ. μέσω Διαδικτύου).	Υπάρχει στον δικτυακό τόπο της εταιρείας και στο ετήσιο δελτίο.
Υπαρξη επιτροπής εταιρικής διακυβέρνησης ή ατόμου που ασχολείται με την προσαρμογή του ελληνικού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης στην εταιρεία.	Η εταιρεία δεν έχει προβεί σε σύσταση ειδικής επιτροπής εταιρικής διακυβέρνησης.
Σχέση εταιρείας με τους έχοντες οικονομικά συμφέροντα με αυτήν (stakeholders).	Γίνεται διεξοδική ανάλυση στο ενημερωτικό δελτίο.
Βαθμός κοινωνικής υπευθυνότητας της εταιρείας.	Η εταιρεία δίνει, ιδιαίτερη έμφαση στην εταιρική κοινωνική ευθύνη,

χορηγίες, περιβαλλοντική ευαισθησία.

Η ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε. έχει δώσει ιδιαίτερη σημασία και έμφαση στην εφαρμογή κανόνων λειτουργίας και στην θέσπιση αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στην εταιρία. Η εταιρία φροντίζει έτσι ώστε να εξασφαλίζεται, διαφάνεια στην διοίκηση, ανεξαρτησία ανάμεσα στην διοίκηση και στον θεσμό ελέγχου.

Συμπεράσματα

Η ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε., σύμφωνα με τα στοιχεία που παραθέτουμε υιοθετεί ένα μοντέλο διοίκησης που δεν ανταποκρίνεται πλήρως στις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης καθώς χαρακτηρίζεται από μικρή διασπορά μετοχών και από οικογενειακούς δεσμούς ανάμεσα σε μέλη του Δ.Σ. παρόλα αυτά το διοικητικό συμβούλιο διαθέτει δύο ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη όπως ορίζει ο Νόμος και ενημερώνει για τις αμοιβές των εκτελεστικών μελών αυτού καθώς επίσης και για τον αριθμό μετοχών που κατέχουν. Επιπρόσθετα γίνεται προσπάθεια υιοθέτησης διαφανών αρχών διακυβέρνησης της καθώς τις θεωρεί βασικό μοχλό για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας του ομίλου και της εμπιστοσύνης των επενδυτών και των συμμετόχων της.

Στόχος της εταιρίας μέσω της εφαρμογής των Αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η αξιόπιστη και λειτουργική κατανομή εξουσιών μεταξύ μετόχων, διοίκησης και μελών, της διοίκησης. Οι μηχανισμοί παρακολούθησης και ελέγχου των δραστηριοτήτων της

εταιρίας, την καθιστούν διαφανή προς το επενδυτικό κοινό και διασφαλίζουν τα έννομα συμφέροντα των μετόχων της.

Στην μονάδα σχέσεων με επενδυτές ενσωματώνεται το τμήμα εταιρικών ανακοινώσεων και το τμήμα εξυπηρέτησης μετόχων, η μονάδα είναι αρμόδια για την ανάπτυξη βάσης δεδομένων μετόχων, επενδυτών, αναλυτών, την διοργάνωση παρουσιάσεων, την έκδοση ενημερωτικών δελτίων και δελτίων τύπου, με σκοπό την ενημέρωση των μετόχων και των επενδυτών σχετικά με τις εξελίξεις στη εταιρία.

ΘΕΤΙΚΑ

- ✓ Υπάρχει ισορροπία μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.
- ✓ Υπάρχει διαχωρισμός ρόλου προέδρου και διευθύνοντα συμβούλου.
- ✓ Εταιρική κοινωνική ευθύνη
- ✓ Τηρείται το κριτήριο της ανεξαρτησίας των μη εκτελεστικών μελών.
- ✓ Ετήσιο δελτίο σχεδόν πλήρες.

ΑΡΝΗΤΙΚΑ

- ✓ Το ΔΣ διορίζεται
- ✓ Δεν υπάρχει διαχωρισμός ρόλου προέδρου και διευθύνοντα συμβούλου.
- ✓ Οικογενειακής μορφής δεσμούς στην διοίκηση

Εταιρική Διακυβέρνηση

- ✓ Δεν υπάρχει βοηθητικές επιτροπές του Δ.Σ.
- ✓ Οργανόγραμμα, λάθος δομημένο.