



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ
Εθνικόν και Καποδιστριακόν
Πανεπιστήμιον Αθηνών

ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2016-2017

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Δημήτριος Β. Στρατάκος

A.M.: 7340010416016

**Οι κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης ως μοχλός
εξυγίανσης-αναδιοργάνωσης μιας επιχείρησης**

Επιβλέποντες:

1. Γ. Μιχαλόπουλος, Καθηγητής
2. Λ. Αθανασίου, Καθηγήτρια
3. Χ. Λιβαδά, Επίκουρη Καθηγήτρια

Αθήνα, Δεκέμβριος 2017

Copyright © [Δημήτριος Στρατάκος, Δεκέμβριος 2017]

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας εργασίας, εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα.

Οι απόψεις και θέσεις που περιέχονται σε αυτήν την εργασία εκφράζουν τον συγγραφέα και δεν πρέπει να ερμηνευθεί ότι αντιπροσωπεύουν τις επίσημες θέσεις του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών.

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Οι κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης ως μοχλός εξυγίανσης-
αναδιοργάνωσης μιας επιχείρησης**

Δημήτριος Β. Στρατάκος

A.M.: 7340010416016

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: Γ.Μιχαλόπουλος Καθηγητής

**ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ: Γ. Μιχαλόπουλος Καθηγητής
Λ. Αθανασίου Καθηγήτρια
Χ. Λιβαδα Επίκουρη Καθηγήτρια**

ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2017

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Με την εργασία αυτή πραγματοποιείται μια ανάλυση του συσχετισμού εταιρικής διακυβέρνησης και εταιρείας που προσεγγίζει την αφερεγγυότητα. Προκειμένου, όμως, να γίνει κατανοητός ο σύνδεσμος αυτός, αναλύονται αρχικά οι λόγοι που μπορεί να οδηγήσουν την εταιρεία στην αφερεγγυότητα, οι οποίοι προκύπτουν από τη μη αποτελεσματική διοίκησή της, και στη συνέχεια παρουσιάζονται τα εργαλεία εταιρικής διακυβέρνησης που μπορούν να αντιμετωπίσουν τις προβληματικές πρακτικές της διοίκησης. Συγκεκριμένα:

Στο πρώτο μέρος της εργασίας παρουσιάζονται οι υποχρεώσεις που έχει το διοικητικό συμβούλιο μιας εταιρείας, προερχόμενες από τη θεωρία της αντιπροσώπευσης καθώς και οι ευθύνες που τις συνοδεύουν. Στη συνέχεια αναλύεται η αρχή της επιχειρηματικής κρίσης, ως μέτρο περιορισμού της ευθύνης των διοικητών από την υποχρέωση επιμέλειας αλλά και παρεκκλίσεις που εντοπίζονται στο πλαίσιο της διαχειριστικής ευχέρειας του διοικητικού οργάνου, οι οποίες είναι πολύ πιθανό να οδηγήσουν και στην αφερεγγυότητα της εταιρείας. Στο σημείο εκείνο, παρουσιάζεται και η σύνδεση της μη ικανοποιητικής απόδοσης της εταιρείας με την απουσία εφαρμογής κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης σε αυτή.

Στο δεύτερο μέρος του κειμένου, εκτίθενται οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης που μπορούν να επιδράσουν θετικά στη λειτουργία της εταιρείας, βελτιώνοντας τον τρόπο άσκησης της διοίκησης καθώς και τον εσωτερικό ελεγκτικό μηχανισμό. Τέλος, αναλύονται οι θετικές συνέπειες από την εφαρμογή των κανόνων αυτών, όπως έχουν αναδειχθεί από σχετικές έρευνες, ενώ δίνεται ιδιαίτερη έμφαση και στη λειτουργία των εν λόγω κανόνων, ως μέσο για τη χρηματοδότηση της εταιρείας με διάφορες μεθόδους, συνδεδεμένες με τη φερεγγυότητα της αναδιοργανωμένης οντότητας.

ΘΕΜΑΤΙΚΗ ΠΕΡΙΟΧΗ: Εταιρικό Δίκαιο, Πτωχευτικό Δίκαιο

ΛΕΞΕΙΣ ΚΛΕΙΔΙΑ: κανόνας επιχειρηματικής κρίσης, Διοικητικό Συμβούλιο, αφερεγγυότητα, εταιρική διακυβέρνηση, εξυγίανση, αναδιοργάνωση

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1 Η ΕΛΛΙΠΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΩΣ ΒΑΣΙΚΟΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ ΑΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ.....	11
1.1 Οι υποχρεώσεις συνετής διαχείρισης και οι παρεκκλίσεις της.....	11
1.1.1 Οι υποχρεώσεις των μελών του ΔΣ	11
1.1.2 Μορφές παραβίασης της υποχρέωσης επιμέλειας από τους διοικούντες.....	18
1.2 Η εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στην εταιρεία με οικονομική δυσχέρεια	27
1.2.1 Το πλαίσιο για την εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στην προβληματική εταιρεία.....	27
1.2.2 Η σύνδεση της αναδιοργάνωσης της επιχείρησης με τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης.....	34
2 Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΚΑΝΟΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ.....	51
2.1 Αρχές εταιρικής διακυβέρνησης με αναδιοργανωτικό χαρακτήρα.....	51
2.1.1 Το Διοικητικό Συμβούλιο και τα Μέλη του	52
2.1.2 Σύστημα εσωτερικού ελέγχου	66
2.2 Η επίδραση των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στη ζωή της επιχείρησης.....	72
2.2.1 Τα αποτελέσματα της εφαρμογής - βελτίωση της φερεγγυότητας της επιχείρησης	72
2.2.2 Η βελτίωση στην πρόσβαση σε πηγές χρηματοδότησης από την εφαρμογή κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης.....	76
3 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	84
3.1 Ελληνική βιβλιογραφία:	84
3.2 Ελληνική αρθρογραφία- Μελέτες:.....	84
3.3 Ξένη βιβλιογραφία:	85
3.4 Ξένη αρθρογραφία- Μελέτες:.....	86
3.5 Επίσημα κείμενα :.....	89

“ The problems we have today, cannot be solved by thinking the way we thought when we created them”

Albert Einstein

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η επιχειρηματική αποτυχία ή αλλιώς η αφερεγγυότητα, αποτελεί ένα εγγενές στοιχείο του σύγχρονου οικονομικού συστήματος και του τρόπου λειτουργίας του, καθώς χρησιμεύει ως εργαλείο δημιουργικής καταστροφής¹: το σύστημα εκκαθαρίζεται από αντιπαραγωγικές μονάδες που “απομυζούν” κοινωνικούς πόρους ενώ παράλληλα επιτελεί μια “πειθαρχική” λειτουργία “τιμώρησης” τόσο των φορέων της επιχείρησης που αποτυγχάνει, όσο και των δανειστών τους, όταν παραμελούν να λάβουν μέτρα αντιμετώπισης της κρίσης (moral hazard)². Ακόμα όμως και αυτή η οικονομική αποτυχία της οντότητας δεν μπορεί να αντιμετωπιστεί με απόλυτο τρόπο, καθώς είναι δυνατόν να χαρακτηρίζεται από τις σχετικές συνθήκες που ισχύουν σε κάθε περίπτωση.

Έτσι, η περιέλευση σε αφερεγγυότητα μπορεί να οφείλεται σε ένα, αλλά καθοριστικό παράγοντα ή σε συνδρομή περισσοτέρων κινδύνων εξωγενών, μη ελέγξιμων από την εταιρεία ή ελέγξιμων/εσωτερικών ως συνέπεια ελλείψεων στην εσωτερική της λειτουργία, και οι οποίοι οδηγούν σε πρόσκαιρη αφερεγγυότητα ή καταλήγουν στον εταιρικό θάνατο. Η δε περιέλευση αυτή, μπορεί να είναι ξαφνική, ως απόρροια μιας δυσμενούς εξέλιξης σε ένα θέμα που θα προκαλέσει ταμειακή ασφυξία ή και σταδιακή μέσα από μια βαθμιαία επιδείνωση της σχέσης ιδίων με ξένα κεφάλαια που θα οδηγήσει στην αδυναμία περαιτέρω εταιρικής χρηματοδότησης.

Ο κίνδυνος, επιβίωσης συγκαταλέγεται μεταξύ των επιχειρηματικών κινδύνων που καλείται να αντιμετωπίσει η ίδια η εταιρεία, η ανάληψη ωστόσο, ενός κινδύνου δεν συνδέεται μόνο με την πιθανότητα επέλευσης ενός αρνητικού αποτελέσματος αλλά και με την ευκαιρία για μια θετική αλλαγή για την εταιρεία. Μολονότι η αφερεγγυότητα που περιλαμβάνεται στους οικονομικούς κινδύνους, μπορεί να οδηγήσει στο θάνατο, με την εξέλιξη πλέον του πτωχευτικού δικαίου τόσο διεθνώς όσο και στην Ελλάδα και την έμφαση που δίνεται πλέον όχι τόσο στις εκκαθαριστικές διαδικασίες αλλά στις αναδιοργανωτικές και εξυγιαντικές, ο κίνδυνος αυτός μπορεί να αποτελέσει το εφαλτήριο για την αναδιοργάνωση της εταιρείας, την επιβίωση και εν τέλει την ανάπτυξη της. Ειδικά δε, σε περιόδους γενικής οικονομικής κρίσης, πρέπει να επιδιώκεται η διάσωση και η ανάκαμψη τουλάχιστον των επιχειρήσεων που περιήλθαν σε υπερχρέωση όχι απο δολιότητα ή ανευθυνότητα και να προστατεύονται αξίες(απασχόληση, αγοραστική δύναμη μη καταβολή μισθών και λοιπών χρεών), που η καταστροφή τους θα δημιουργούσε ανυπολόγιστο κόστος για την οικονομία³. Το πτωχευτικό δίκαιο, εξάλλου, έχει παύσει πια, να είναι συνδεδεμένο με το τελευταίο στάδιο της ζωής μιας

¹ JA Schumpeter “Capitalism, Socialism and Democracy”, 1942 Εκδόσεις Παπαζήση, 2006

² ΓΔ Τριανταφυλλάκης « Η κρίση της επιχείρησης και η αντιμετώπισή της- Ο ρόλος της υποχρέωσης πίστης» ΔΕΕ 3/2014, σελ 204

³ ΓΔ Τριανταφυλλάκης «Ευθύνη για πρόκληση αφερεγγυότητας- Εταιρικό και Πτωχευτικό Δίκαιο» ΕΕμπΔικαίου 2010-3/2014, σελ 204

³ ΓΔ Τριανταφυλλάκης «Ευθύνη για πρόκληση αφερεγγυότητας- Εταιρικό και Πτωχευτικό Δίκαιο» ΕΕμπΔικαίου 2010, σελ 801

επιχείρησης αλλά είναι στενά συνδεδεμένο ή και απόλυτα συνυφασμένο με ποικίλους άλλους κλάδους του παραδοσιακού εμπορικού δικαίου όπως το εργατικό δίκαιο, το δίκαιο του ανταγωνισμού, το ασφαλιστικό δίκαιο ακόμα και το μη δεσμευτικό (soft law) δίκαιο της εταιρικής διακυβέρνησης⁴.

Αυτοί ακριβώς οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης που σήμερα αξιοποιούνται για τη μεγιστοποίηση της τιμής της μετοχής των εισηγμένων εταιρειών, μπορούν να αποτελέσουν υπό τις νέες συνθήκες στο ελληνικό πτωχευτικό δίκαιο ο πυλώνας για την εσωτερική αδιοργάνωση της εταιρείας, καθιστώντας τη πια μέσω της διαφάνειας και της προσβασιμότητας στα στοιχεία καθ' όλα ελκυστική προς εκ νέου χρηματοδότηση.

Η κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης αποτελούν, διαχρονικά, το κατ'εξοχήν εργαλείο για την εναρμόνιση στη συγκρουσιακή σχέση μετόχων και διοικητών. Είναι χαρακτηριστικό, πως μετά το οικονομικό κράχ του 1929 είχε διατυπωθεί ότι οι μέτοχοι ως ιδιοκτήτες των εισηγμένων εταιρειών δεν μπορούν να ελέγξουν αποτελεσματικά τις εταιρείες αυτές και γι αυτό καθίσταται αναγκαία η εποπτεία της δραστηριότητας των εταιρικών διοικητών⁵. Στο επίκεντρο, λοιπόν, της εταιρικής διακυβέρνησης τοποθετείται η λήψη αποφάσεων σε επίπεδο ανώτατης διοίκησης καθώς και η εξασφάλιση πως οι αποφάσεις αυτές συμβαδίζουν με τους στόχους της εταιρείας και των μετόχων, μέσω εσωτερικών και εξωτερικών μηχανισμών.

Οι εν λόγω κανόνες διαθέτουν όλους εκείνους τους μηχανισμούς που θα βελτιώσουν την αποδοτικότητα και εν τέλει τη φερεγγυότητα μιας εταιρείας. Η αντιμετώπιση των κινδύνων που απορρέουν από την εντολή (agency problems) η οποία παρέχεται από τους μετόχους χρηματοδότες της επιχείρησης στη διοίκηση αυτής για την αποτελεσματική και καλή διαχείριση των κεφαλαίων τους, αποτελεί και το κύριο ζητούμενο του εταιρικού κινδύνου και αναγνωρίζεται ως μηχανισμός κατανομής κινδύνου.

Η έλλειψη ελέγχου των μετόχων επί των διοικητών και η ασυμμετρία στην πληροφόρηση που λειτουργεί υπέρ των δευτέρων, οι οποίοι διαχειρίζονται τα καθημερινά ζητήματα της εταιρείας και μπορούν να προβούν ανά πάσα στιγμή σε κρυφές δράσεις, αποτελούν τα βασικά χαρακτηριστικά της θεωρίας της εντολής. Η σχέση εξάρτησης που δημιουργείται ανάμεσα στο χρηματοδότη/μέτοχο και τις πράξεις του διοικητή/διαχειριστή, θέτει το ζήτημα παροχής κινήτρων για τον δεύτερο, ώστε αυτός να λειτουργεί προς το συμφέρον του πρώτου και όχι για τα ίδια συμφέροντά του.

Με την προσέγγιση, ωστόσο, της αφερεγγυότητας για την εταιρεία, τα εξαρτώμενα πρόσωπα αλλάζουν καθώς, μαζί με τους μετόχους, επηρεαζόμενοι από την πορεία και τις επιδόσεις της εταιρείας είναι πλέον και οι πιστωτές. Σε αυτό το σημείο εμφανίζεται και η εξωτερική, άμεση ευθύνη των διοικητών έναντι των πιστωτών και δημιουργείται ένας αποτελεσματικός μηχανισμός προστασίας των τελευταίων: Η οικονομική κρίση της εταιρείας προκαλεί ουσιαστικά τη μετάβαση από το δίκαιο της εταιρικής διακυβέρνησης,

⁴ C.Paulus, I.Tirado, Σ.Ποταμίτης, Α.Ν. Ρόκας « Το Πτωχευτικό Δίκαιο ως ένας από τους βασικούς πυλώνες της οικονομίας της αγοράς- Κριτικής Επισκόπηση του ελληνικού Πτωχευτικού Δικαίου», ΔΕΕ 11/2015, Νομική Βιβλιοθήκη

⁵ A.A.Berle, G.C. Means "The Modern Corporation and Private Property" Transaction Publishers, 1932, p.6

στο δίκαιο της πτωχευτικής διακυβέρνησης, με την τελευταία να εξυπηρετεί τα συμφέροντα των δανειστών αντί του εταιρικού συμφέροντος⁶. Αυτό διαφαίνεται και στις σχετικές αρχές ΟΟΣΑ, οι οποίες ακολουθούν μια ευρεία ερμηνεία σχετικά το σκοπό των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς περιλαμβάνουν στο πεδίο τους πέρα από τις σχέσεις μετόχων-εταιρικής διοίκησης και τις σχέσεις των πλευρών αυτών με τους υπόλοιπους κοινωνικούς εταίρους, συμπεριλαμβανομένων φυσικά των πιστωτών της εταιρείας⁷. Η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση, συνεπώς κατά τον ΟΟΣΑ⁸, δεν περιορίζεται στο επίπεδο της μεμονωμένης εταιρείας, αλλά συμβάλλει στη διασφάλιση της αναγκαίας εμπιστοσύνης στην εύρυθμη λειτουργία της αγοράς⁹.

Η εσωτερική αναδιοργάνωση της εταιρείας, ειδικά όσον αφορά τη διοίκησή του νομικού προσώπου που βρίσκεται ήδη σε οικονομική δυσπραγία και προσεγγίζει την αφερεγγυότητα, αποτελεί, πια, προτεραιότητα σε επίπεδο θεσμικών πρωτοβουλιών, στο πλαίσιο της γενικότερης μεταστροφής που παρατηρείται προς τη διατήρηση της διοίκησης της περιουσίας ή της επιχείρησης από τον ίδιο τον οφειλέτη και όχι απλά της εκκαθάρισης της, προς ικανοποίηση των πιστωτών¹⁰. Χαρακτηριστική είναι η πρωτοβουλία της UNCITRAL με το νομοθετικό οδηγό σχετικά με το Δίκαιο της Αφερεγγυότητας που εξέδωσε το 2013, στο 4^ο μέρος του οποίου αναλύονται οι υποχρεώσεις των διοικητών μια εταιρείας κατά την περίοδο που αυτή προσεγγίζει την αφερεγγυότητα¹¹. Στο εν λόγω κείμενο γίνεται αποδεκτό, πως οι αποτελεσματικοί κανόνες για την αφερεγγυότητα πρέπει να περιλαμβάνουν και κανόνες που να εξετάζουν και τη συμπεριφορά των διοικητών κατά την περίοδο πριν την αφερεγγυότητα της εταιρείας αλλά με τον κίνδυνο να είναι εμφανή. Γίνεται αποδεκτό, πως σε μια τέτοια χρονική περίοδο, η επιχείρηση έχει ανάγκη αναδιάρθρωσης της διοίκησης της καθώς «*δύσκολες αποφάσεις πρόκειται να ληφθούν, κρίσιμες για την επιβίωση της επιχείρησης*» και οι οποίες θα επηρεάσουν τους μετόχους και σίγουρα τους πιστωτές της καθώς και τους υπόλοιπους κοινωνικούς εταίρους, δεδομένου πως τα συμφέροντα της κάθε ομάδας έρχονται σε σύγκρουση¹². Στον οδηγό αυτό οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης έχουν σημαντικό ρόλο, καθώς στο κεφάλαιο όπου θίγεται η αστική ευθύνη των διοικητών, παρουσιάζονται μέτρα - βήματα για την ορθολογικότερη διοίκηση της εταιρείας κατά την κρίσιμη περίοδο, με βασικά χαρακτηριστικά τη διαφάνεια, την ορθή ενημέρωση των διοικητών και τη συχνότητα των συνεδριάσεων του ΔΣ, ενώ

⁶ Χ. Αποστολόπουλος «Ο κανόνας της επιχειρηματικής κρίσης (Business Judgment Rule) και η πρόκληση της αφερεγγυότητας στην ανώνυμη εταιρεία» Νομική Βιβλιοθήκη 2014 σελ. 76

⁷ Α.Μικρούλεα «Όρια δράσης και ευθύνη εταιρικών διοικητών», Νομική Βιβλιοθήκη 2013, σελ.302

⁸ G20/OECD (2015) σελ 10

⁹ ΧΚ Λιβαδά «Το ΔΣ της ανώνυμης εταιρείας και οι Κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης», Νομική Βιβλιοθήκη 2016 σελ.11

¹⁰ Σύσταση της Επιτροπής της 12.3.2014 για μια νέα προσέγγιση για την επιχειρηματική αποτυχία και την αφερεγγυότητα

¹¹ UNCITRAL- Legislative Guide on Insolvency Law, Part four: Directors' obligations in the period approaching insolvency, United Nations ,New York 2013

¹² UNCITRAL- Legislative Guide on Insolvency Law, Part four: Directors' obligations in the period approaching insolvency, United Nations, New York 2013, p.4

προτείνεται και η ενδεχόμενη αναδιοργάνωση της σύνθεσης και της δομής του ίδιου του συμβουλίου¹³.

Με την εργασία αυτή, πραγματοποιείται μια ανάλυση αυτού του συσχετισμού εταιρικής διακυβέρνησης και εταιρείας που προσεγγίζει την αφερεγγυότητα. Προκειμένου όμως να γίνει κατανοητός ο σύνδεσμος αυτός, αναλύονται αρχικά οι λόγοι που μπορεί να οδηγήσουν την εταιρεία στην αφερεγγυότητα, οι οποίοι προκύπτουν από τη μη αποτελεσματική διοίκησή της και στη συνέχεια παρουσιάζονται τα εργαλεία εταιρικής διακυβέρνησης που μπορούν να αντιμετωπίσουν τις προβληματικές πρακτικές της διοίκησης. Συγκεκριμένα:

Στο πρώτο μέρος της εργασίας παρουσιάζονται οι υποχρεώσεις που έχει το διοικητικό συμβούλιο (ΔΣ) μιας εταιρείας, προερχόμενες από τη θεωρία της αντιπροσώπευσης καθώς και οι ευθύνες που τις συνοδεύουν. Στη συνέχεια, αναλύεται η αρχή της επιχειρηματικής κρίσης ως μέτρο περιορισμού της ευθύνης των διοικητών από την υποχρέωση επιμέλειας αλλά και παρεκκλίσεις που εντοπίζονται στο πλαίσιο της διαχειριστικής ευχέρειας του διοικητικού οργάνου, οι οποίες είναι πολύ πιθανό να οδηγήσουν και στην αφερεγγυότητα της εταιρείας. Σε εκείνο το σημείο, παρουσιάζεται και η σύνδεση της μη ικανοποιητικής απόδοσης της εταιρείας με την απουσία εφαρμογής κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης σε αυτή.

Στο δεύτερο μέρος του κειμένου, εκτίθενται οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης που μπορούν να επιδράσουν θετικά στη λειτουργία της εταιρείας βελτιώνοντας τον τρόπο άσκησης της διοίκησης καθώς και τον εσωτερικό ελεγκτικό μηχανισμό. Τέλος, αναλύονται οι θετικές συνέπειες από την εφαρμογή των κανόνων αυτών, όπως έχουν αναδειχθεί από σχετικές έρευνες, ενώ δίνεται ιδιαίτερη έμφαση και στη λειτουργία των εν λόγω κανόνων, ως μέσο για χρηματοδότηση της εταιρείας με διάφορες μεθόδους και εργαλεία, στενά συνδεδεμένα με τη φερεγγυότητα που πηγάζει από την αναδιοργανωμένη οντότητα.

¹³ Civil Liability, points (a)-(j) "UNCITRAL- Legislative Guide on Insolvency Law, Part four: Directors' obligations in the period approaching insolvency", United Nations, New York 2013, p.9-12

1 Η ΕΛΛΙΠΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΩΣ ΒΑΣΙΚΟΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ ΑΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ

1.1 Οι υποχρεώσεις συνετής διαχείρισης και οι παρεκκλίσεις της

1.1.1 Οι υποχρεώσεις των μελών του ΔΣ

Η θέση ισχύος των μελών ΔΣ, ειδικά όταν πρόκειται για περιπτώσεις ανωνύμων εταιρειών με μεγάλη διασπορά μετοχών (κυρίως εισηγμένες αε), όπου απολαμβάνουν ευρείας διαχειριστικής ελευθερίας και αυτονομίας κινήσεων, συνοδεύεται ακολούθως και από συγκεκριμένες υποχρεώσεις και ευθύνες. Η πηγή της ευθύνης του οργάνου της διοίκησης είναι άμεσα συνυφασμένη με τον ίδιο τον εταιρικό σκοπό, ο οποίος πέρα από τον τελικό σκοπό αποτελεί και τη γενεσιουργό αιτία των ατομικών δράσεων των οργάνων του νπ και των εταίρων. Δεν πρέπει να παραβλεφθεί το γεγονός πως ο εταιρικός σκοπός ταυτίζεται ουσιαστικά με τον κοινό σκοπό των μετόχων/εταίρων και οι τελευταίοι μεριμνούν για την υλοποίησή του στο καταστατικό της εταιρείας. Κατ' επέκταση, διαμορφώνονται οι ευθύνες των μελών του ΔΣ «εσωτερικές» αλλά και υπό τους όρους του νόμου «εξωτερικές», ειδικά όταν πρόκειται για ευθύνες που πρωτίστως ανήκουν στο ίδιο το νπ (ΑΚ 71).

Έτσι το ΔΣ, ως όργανο της ανώνυμης εταιρείας, δεσμεύεται να υλοποιεί τον εταιρικό σκοπό, όπως αυτό προκύπτει από τη σύμβασης ανάθεσης διοίκησης και το καταστατικό της εταιρείας. Η πραγμάτωση του εταιρικού σκοπού γίνεται εφικτή μέσω πλήθους κατ' ιδίαν διοικητικών πράξεων οι οποίες συνδέονται μεταξύ τους και εξαρτώνται από τον εταιρικό σκοπό, ενώ το πλαίσιο που καθορίζει τη συγκεκριμένη λειτουργία διαμορφώνεται από ένα ευρύ πλέγμα κανόνων δικαίου για τις κατ' ιδίαν πράξεις, τις έννομες σχέσεις και τους θεσμούς της διοίκησης. Έτσι, αυτά τα σύνολα κανόνων συνδέουν τον εταιρικό σκοπό και τους πρακτικούς σκοπούς των επάλληλων πράξεων και πολιτικών για την υλοποίησή του, από τις οποίες τα μέλη του ΔΣ καλούνται να επιλέξουν τις εκάστοτε καταλληλότερες. Είναι δε σημαντικό να τονιστεί, πως η νομική οργάνωση της ανώνυμης εταιρείας στο νόμο, διαμορφώνεται κατά τέτοιο τρόπο, ώστε οι σκοποί της διοίκησης να επιτυγχάνονται ανεξάρτητα από τα πρόσωπα των εκάστοτε διοικητών και σε κάθε περίπτωση από τα πρόσωπα των μετόχων της εταιρείας.

Αντιστοίχως, ο νόμος αντιμετωπίζει τους κινδύνους που απορρέουν από την εν λόγω αυτονομία και την ευρεία διακριτική ευχέρεια στην εξουσία των διοικούντων, με την καθιέρωση υποχρεώσεων για τα μέλη του διοικητικού οργάνου. Με αυτές τις υποχρεώσεις χρηστής διοίκησης και έχοντας επίγνωση του ελλείμματος εποπτείας του μετόχου επί της διοίκησης λόγω της υφιστάμενης μεταξύ τους ασυμμετρίας

πληροφόρησης, ο νομοθέτης θεσπίζει ένα εργαλείο για τη μείωση των ενδοεταιρικών απωλειών. Με τον τρόπο αυτό η θέσπιση των υποχρεώσεων αυτών λειτουργεί ως κίνητρο για την ορθότερη και ενδεχομένως επωφελέστερη διαχείριση της εταιρείας, μέσω της σύγκλησης των συμφερόντων μεταξύ μετόχου και διαχειριστή¹⁴.

Το βασικό πλαίσιο που ρυθμίζει αυτή την έννομη σχέση μεταξύ οργάνου και νομικού προσώπου χαρακτηρίζεται από δύο πυλώνες, οι οποίοι αφορούν αφενός την «οργανική» υποχρέωση πίστης και αφετέρου την εφαρμοστή συγκεκριμενοποίηση των γενικών υποχρεώσεων επιμελούς άσκησης των καθηκόντων των διοικητών. Πρόκειται για θεμελιώδεις υποχρεώσεις που αναγνωρίζονται σε όλες τις έννομες τάξεις με βάση τη σχέση εμπιστοσύνης, συμβατική ή οργανική, που συνδέει το νομικό πρόσωπο με τα μέλη του ΔΣ. Καθιερώνονται δε, τόσο για τα μέλη του ΔΣ όσο και για κάθε τρίτο πρόσωπο στο οποίο έχουν ανατεθεί από το ΔΣ αρμοδιότητές του. Η υποχρέωση πίστης εδράζεται στο άρθρο 22^α παρ. 3^α και 4 καθώς και στο άρθρο 23 του ΚΝ 2190/1920 ενώ η υποχρέωση επιμέλειας προκύπτει από το άρθρο 22^α παρ.1 και 2 του ιδίου νόμου.

Η οργανική υποχρέωση πίστης (duty of loyalty) ανάγεται μεν στη θεμελιώδη έννοια της συναλλακτικής καλής πίστης, σύμφωνα με την οποία οι σύμβουλοι υποχρεούνται ως οφειλέτες να εκπληρώνουν της καλοπίστως ανειλημμένες υποχρεώσεις τους¹⁵. Η διαφορά ωστόσο με την καλή πίστη έγκειται πως η οργανική υποχρέωση πίστη είναι αυτονομημένη και έχει ειδικό περιεχόμενο¹⁶. Η υποχρέωση πίστης απορρέει από τη σχέση εμπιστοσύνης που συνδέει μέλη του ΔΣ με την εταιρεία η οποία λόγω των ειδικών ποιοτικών χαρακτηριστικών της ως σχέση εμπιστοσύνης υπερβαίνει τα όρια της γενικής αρχής της καλής πίστης. Η εν λόγω υποχρέωση συνίσταται αφενός στην προώθηση του εταιρικού συμφέροντος και την επίτευξη του εταιρικού σκοπού (*θετικό περιεχόμενο*) και αφετέρου στην παράλειψη εκ μέρους των μελών του ΔΣ κάθε πράξης που θα μπορούσε να βλάψει τα συμφέροντα της εταιρείας, υπέρ της εξυπηρέτησης των προσωπικών συμφερόντων ή συμφερόντων τρίτων προσώπων σε βάρος του εταιρικού συμφέροντος (*αρνητικό περιεχόμενο*)¹⁷.

Η ύπαρξη αυτής της υποχρεώσεως καθιστά τη δράση του ΔΣ «δέσμια αρμοδιότητα», κατά την έννοια του διοικητικού δικαίου, καθώς αναλύεται στην απαγόρευση συγκρούσεως συμφερόντων (no conflict rule), την απαγόρευση ανταγωνισμού και την απαγόρευση εκμεταλλεύσεως της θέσης των μελών του ΔΣ υπό την έννοια της εκμετάλλευσης επιχειρηματικών ευκαιριών (no profit rule). Έκφανση της υποχρεώσεως πίστεως, αποτελεί και η γενικευμένη υποχρέωση αποκάλυψης ιδίων συμφερόντων, η οποία διέπει κάθε μέλος του εταιρικού οργάνου έναντι του νομικού προσώπου και επιτάσσει τα μέλη του ΔΣ και τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη να

¹⁴ Λ.Ι. Αθανασίου «Μέτοχοι και εταιρική εποπτεία» Νομική Βιβλιοθήκη 2010, σελ.93

¹⁵ ΑΚ 288

¹⁶ Ι.Π Μάρκου « Το Διοικητικό Συμβούλιο της Α.Ε.» Νομική Βιβλιοθήκη 2015, σελ 267

¹⁷ Χ.Αποστολόπουλος «Ο κανόνας της επιχειρηματικής κρίσης (Business Judgement Rule) και η πρόκληση της αφερεγγυότητας στην ανώνυμη εταιρεία» Νομική Βιβλιοθήκη 2014, σελ.19

αποφεύγουν τις συγκρούσεις συμφερόντων¹⁸.

Σε αυτό το σημείο, είναι σημαντικό να αναφερθεί η αντίληψη του αγγλοσαξωνικού δικαίου για τους διοικούντες, οι οποίοι έχουν τη θέση εμπιστευματοδόχου (fiduciary) με τα αντίστοιχα καθήκοντα (fiduciary duties)¹⁹. Πρόκειται για αντίληψη ιδιαίτερα χρήσιμη, όσον αφορά τον προσδιορισμό των υποχρεώσεων των διοικητών κατά την προσέγγιση της αφερεγγυότητας της εταιρείας και τη μεταβολή του εταιρικού σκοπού, κατά την οποία οι διοικητές αποτελούν τους θεματοφύλακες της περιουσίας των μετόχων αλλά και των πιστωτών, ειδικά όσον αφορά την εταιρεία σε οικονομική δυσχέρεια, με αποτέλεσμα να καθίστανται υπόλογοι για τις διαχειριστικές τους αποφάσεις.

Η υποχρέωση επιμέλειας (duty of care), στη συνέχεια, αποτελεί τη βασική προϋπόθεση για την ορθή άσκηση της εκπροσωπευτικής και διαχειριστικής εξουσίας από τα μέλη του ΔΣ, όπως η αρμοδιότητα για την άσκηση των εν λόγω εξουσιών προκύπτει από τα άρθρα 18 παρ.1 και 22 παρ.1 αντίστοιχα του ΚΝ 2190/1920. Η διάταξη αυτή με την προληπτική λειτουργία αποτελεί και την απάντηση του νομοθέτη στη διάσταση μεταξύ ιδιοκτησίας και διοικήσεως, όπως αυτή έχει αναλυθεί ανωτέρω στο πλαίσιο της θεωρίας της αντιπροσωπευσης²⁰. Σε αντίθεση με την υποχρέωση πίστης, η υποχρέωση επιμέλειας, ως γενική ρήτρα, έχει αόριστο περιεχόμενο το οποίο διαμορφώνεται ανάλογα από μια σειρά ετερόκλητων περιστατικών, όπως το μέγεθος της επιχείρησης, την οικονομική κατάστασή της, τη ρευστότητα και τη θέση της στην αγορά, την ένταση του ανταγωνισμού, το αντικείμενο της πραγματικής δραστηριότητας και το γενικότερο επιχειρηματικό, οικονομικό και φορολογικό περιβάλλον²¹. Η υποχρέωση του μέλους οριοθετείται επίσης σε συνάρτηση και με τις ιδιαιτερότητες της υπό κρίση υπόθεσης ιδίως τη φύση της δραστηριότητας της εταιρείας το επείγον της επέμβασης του μέλους τη σοβαρότητα της κατάστασης το μέγεθος της εταιρείας κτλ. Το μέλος, εφόσον δεν έχει κάποια ένδειξη ότι η συγκεκριμένη υπόθεση δεν βαίνει καλώς, δεν υποχρεούται να επιδείξει αυξημένη αλλά τη συνήθη επιμέλεια, η οποία θα του επέτρεπε να αντιληφθεί την ύπαρξη προβλήματος.

Συνεπώς, οι επιμέρους εκφάνσεις της εν λόγω υποχρέωσης είναι ομοίως δυσδιάκριτες, ωστόσο μπορεί να ειπωθεί πως η υποχρέωση επιμέλειας μπορεί να αναλυθεί σε τρεις βασικές υποκατηγορίες υποχρεώσεων των μελών ΔΣ²²:

1. Διασφάλιση της νόμιμης λειτουργίας της εταιρείας
2. Άσκηση εποπτείας και ελέγχου της οργάνωσης και λειτουργίας της εταιρείας και
3. Άσκηση των διαχειριστικών καθηκόντων με βάση το μέτρο επιμέλειας του άρθρου 22α παρ.2 ΚΝ 2190/1920

Παρατηρούμε μάλιστα, ότι το Άρ.22^α διαπιστώνει ότι η επιμέλεια κάθε μέλους του

¹⁸ Χ.Αποστολόπουλος, ό.π. σελ 21

¹⁹ ΝΚ Ρόκας «Εμπορικές εταιρείες» Σάκκουλας 2008, σελ 297

²⁰ Χ.Αποστολόπουλος, ό.π. σελ 18

²¹ Αποστολόπουλος, ό.π. σελ 18

²² ΓΔ Σωτηρόπουλος «Η ευθύνη των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου για επιχειρηματικές επιλογές» ΔΕΕ 7/2003 σελ.782

ΔΣ κρίνεται με βάση την ιδιότητα τους και τα καθήκοντα που του έχουν ανατεθεί, αποσαφηνίζοντας κατ' αυτό τον τρόπο τη διαφοροποίηση της ευθύνης αφενός των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών στις εισηγμένες και αφετέρου των μελών στις εταιρείες, στα οποία έχουν ανατεθεί συγκεκριμένα καθήκοντα²³.

Αν συγκρίνει κανείς τις δύο οργανικές υποχρεώσεις των μελών του ΔΣ, διαπιστώνει πως καλύπτεται όλο το πεδίο σφαλμάτων στο πλαίσιο της διακυβέρνησης μια εταιρείας, από τα οποία θα μπορούσε να ζημιωθεί το νομικό πρόσωπο και κατ' επέκταση και οι μέτοχοί του. Η υποχρέωση πίστης, αφενός, προστατεύει την εταιρεία από απευθείας ενέργειες του διοικητικού στελέχους και οι οποίες στρέφονται ηθελημένα ουσιαστικά εναντίον της, όπως η εκμετάλλευση επιχειρηματικών ελευθεριών, ο ανταγωνισμός προς την εταιρεία προς ίδιον όφελος ή όφελος τρίτου μεταξύ άλλων. Αντιθέτως, η υποχρέωση επιμέλειας αναφέρεται στις γενικές περιπτώσεις της αποτυχίας της εταιρικής διοικήσεως, χωρίς απαραίτητα αυτό να έγινε από το τα μέλη του ΔΣ με σκοπό την προσβολή των εταιρικών συμφερόντων.

Η διαφορά αυτή είναι εμφανής και σε επίπεδο ευθύνης μεταξύ της αμελούς διαχείρισης (mismanagement) και της συμπεριφοράς που παραβιάζει την υποχρέωση πίστης (misappropriation). Στην αμελή διαχείριση κρίνεται το σύνολο μιας συμπεριφοράς για την οποία το ΔΣ διαθέτει ευρεία διακριτικής ευχέρεια, ενώ αντίθετα αυτή υχέρεια δεν υφίσταται, όταν κρίνονται παραβάσεις της υποχρεώσεως πίστεως όπως αναφέρθησαν ²⁴. Αυτό έχει ως συνέπεια η νομική μεταχείριση των υποχρεώσεων να είναι διαφορετική:

Οι παραβάσεις της υποχρέωσης πίστης αντιμετωπίζονται αυστηρότερα, καθώς αναμένεται να λαμβάνουν χώρα σπανιότερα αλλά και να εντοπίζονται και να αξιολογούνται ευκολότερα από το δικαστή, καθώς θίγουν τον πυρήνα της σχέσης εμπιστοσύνης μεταξύ νομικού προσώπου και μέλους του διοικητικού οργάνου ²⁵. Αντιθέτως πολύ πιο δύσκολος είναι ο εντοπισμός και η μετχείριση των παραβάσεων της υποχρέωσης επιμέλειας λόγω ακριβώς της σχετικότητας που χαρακτηρίζει το περιεχόμενο της αλλά και της ύπαρξης της συνθήκης της "επιχειρηματικής κρίσης" (business judgement rule) όπως αυτή θα αναλυθεί στη συνέχεια.

1.1.1.1 Η ευθύνη των μελών του ΔΣ

Οι διοικητές μιας κεφαλαιουχικής εταιρείας, ως το μοναδικό και αναντικατάστατο μέσο εξωτερίκευσης της βούλησής της, δεσμεύουν με τη συμπεριφορά και τις πράξεις τους το νομικό πρόσωπο της εταιρείας, στο πλαίσιο της συμμετοχής του στην καθημερινή οικονομική συναλλακτική ζωή.

²³ Α.Μικρουλέα « Όρια Δράσης και Ευθύνη των Εταιρικών Διοικητών» Νομική Βιβλιοθήκη, 2013, σελ.20

²⁴ Χ.Αποστολόπουλος, ό.π. σελ 20

²⁵ Λ.Ι. Αθανασίου «Μέτοχοι και εταιρική εποπτεία» Νομική Βιβλιοθήκη 2010, σελ.93

Παρά το γεγονός, λοιπόν, πως δεσμεύουν την εταιρεία έναντι τρίτων δεν ευθύνονται προσωπικά έναντι των συγκεκριμένων συναλλασσομένων αλλά υπέχουν μόνο εσωτερική ευθύνη απέναντι στο νομικό πρόσωπο της εταιρείας. Η αρχή αυτή της εσωτερικής ευθύνης των διοικητών αποτελεί παραδοσιακό χαρακτηριστικό γνώρισμα του εταιρικού δικαίου και είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τη σύγκρουση μεταξύ των μετόχων και των μελών του διοικητικού οργάνου (agency theory) αλλά και με τη θεμελιώδη αρχή του περιορισμού της ευθύνης στις κεφαλαιουχικές εταιρείες²⁶. Από τη διαχειριστική ενέργεια των οργάνων της κεφαλαιουχικής εταιρείας δεσμεύεται μόνο το συμμετέχον στη συναλλαγή πρόσωπο, δηλαδή η ίδια η εταιρεία μέσω του νομικού της εκπροσώπου.

Προκύπτει, λοιπόν, από τον ως άνω συλλογισμό, πως οι διοικούντες την εταιρεία είναι υποχρεωμένοι να ασκούν τα καθήκοντα της διαχείρισης και της εκπροσώπησης της εταιρείας, αποσκοπώντας στην προαγωγή του εταιρικού συμφέροντος. Έτσι σε περίπτωση που οι διοικούντες φανούν ασυνεπείς στις εν λόγω υποχρεώσεις τους, τότε θα ευθύνονται με τις διατάξεις για πλημμελή εκπλήρωση απέναντι στο νομικό πρόσωπο της εταιρείας για κάθε πταίσμα. Σημειώνεται, μάλιστα, πως η ευθύνη των διοικητών για επιμελή άσκηση των καθηκόντων τους, αποτελεί παράλληλα και ένα μηχανισμό έμμεσης προστασίας των δανειστών της εταιρείας, συμβάλλοντας ex post στη μεγέθυνση της εταιρικής περιουσίας²⁷. Με την καθιέρωση της ως άνω ευθύνης, ο διαχειριστής έχει επιπλέον κίνητρο να ενεργεί σύννομα, καθώς ενδεχόμενη παραβίαση των καθηκόντων του επισείει την ευθύνη του. Επιπλέον όσο αποτελεσματικότερα λειτουργεί το σύστημα ευθύνης, τόσο μειώνεται η πιθανότητα να καταφύγει ο διαχειριστής σε πράξεις που προάγουν τα ατομικά του συμφέροντα σε βάρος του εταιρικού συμφέροντος ή συνιστούν πλημμελή διαχείριση.

Σε κάθε περίπτωση, προβληματισμός έχει διατυπωθεί για την οριοθέτηση της ευθύνης αυτή, καθώς αυτή πραγματοποιείται μέσω γενικών και αντικειμενικών κριτηρίων συμπεριφοράς, όπως αυτό του συνετού επιχειρηματία βάσει των οποίων να αξιολογηθεί η επίμαχη επιλογή της διοίκησης, καθιστώντας την ευθύνη αυτή έναν ακόμη ατελή μηχανισμό διόρθωσης των ενδοεταιρικών ασυμμετριών²⁸.

1.1.1.2 Ο κανόνας της επιχειρηματικής κρίσης ως περιορισμός της ευθύνης των μελών του ΔΣ

Με την αναφορά στο περιεχόμενο της εσωτερικής ευθύνης και την αοριστία που το χαρακτηρίζει, είναι αναγκαία η οριοθέτηση της ευθύνης όταν πρόκειται για τις λεγόμενες επιχειρηματικές αποφάσεις. Η ευθύνη λειτουργεί αποτρεπτικά ως προς την ανάληψη

²⁶ Σ. Φραστάνλης «Other people's money και προστασία των εταιρικών πιστωτών» ΔΕΕ 5/2011 σελ 549

²⁷ Σ. Φραστάνλης «Other people's money και προστασία των εταιρικών πιστωτών» ΔΕΕ 5/2011, σελ 557

²⁸ Λ.Ι. Αθανασίου, ό.π. σελ. 100

επιχειρηματικών κινδύνων με αποτέλεσμα το ΔΣ να περιορίζεται σε ένα παθητικό ρόλο, αποφεύγοντας ενέργειες οι οποίες ,ενδεχομένως, θα έχουν ατυχή έκβαση και θα δώσουν το έναυσμα για δικαστικές ενέργειες εναντίον των μελών του, ενώ ούτε η μετακύλιση του κινδύνου ευθύνης στις αμοιβές των μελών είναι δυνατή, δεδομένου ότι λόγω του ιδιόμορφου της δουλειάς αυτής μπορούν να απασχοληθούν μόνο σε λίγες εταιρείες²⁹. Η θέσπιση ωστόσο υπέρμετρης ευθύνης στο πρόσωπο των εταιρικών διοικητών, με την έννοια της θεμελίωσης ευθύνης, σε κάθε περίπτωση, για παράβαση είτε καταστατικής υποχρέωσής τους είτε νομοθετικής διάταξης, είναι αντίθετη στην αρχή της οικονομικής ελευθερίας και στην επιδίωξη του οικονομικού σκοπού μέσω του νομικού προσώπου της εταιρίας. Η επιχειρηματική ελευθερία αποτελεί, εξάλλου, έκφανση της οικονομικής ελευθερίας η οποία κατοχυρώνεται στο Άρθρο 5 παρ.1 του Συντάγματος και προϋποθέτει ευρύ φάσμα διακριτικής ευχέρειας³⁰.

Η νομολογιακή ανάπτυξη του κανόνα του ανέλεγκτου των επιχειρηματικών επιλογών (business judgment rule) , με αφετηρία τις Η.ΠΑ., ήρθε να για να προστατεύσει το πεδίο της διακριτικής ευχέρειας που διαμορφώνει το περιεχόμενο της οργανικής υποχρέωσης επιμέλειας, εντός του οποίου κινούνται τα μέλη του ΔΣ. Έτσι με βάση το κριτήριο αυτό ο εναγόμενος σύμβουλος οφείλει να εξηγεί και να δικαιολογεί τους επιμέρους λόγους για τους οποίους προέβη στη συγκεκριμένη δράση, λαμβάνοντας υπόψη τον τρόπο λήψης και εκτέλεσης της σχετικής απόφασης και όχι απλά η επέλευση της εταιρικής ζημίας. Συνεπώς, ο κανόνας της επιχειρηματικής κρίσης προστατεύει σε συστημικό επίπεδο (ex ante) τα συμφέροντα της μετοχικής τάξης ακόμα και αν ex post εμποδίζει την αποκατάσταση της ζημίας που υπέστη συγκεκριμένη εταιρία και οι μέτοχοί της από πλημμελή διαχείριση³¹.

Στην Ελλάδα ο κανόνας της επιχειρηματικής κρίσης κωδικοποιήθηκε νομοθετικά στο άρθρο 22^α παρ.2 ΚΝ 2190/1920 ως εξής:

« Η ευθύνη αυτή δεν υφίσταται εάν το μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου αποδείξει ότι κατέβαλε την επιμέλεια του συνετού επιχειρηματία. Η επιμέλεια αυτή κρίνεται με βάση την ιδιότητα κάθε μέλους και τα καθήκοντα που του έχουν ανατεθεί. Η ευθύνη αυτή δεν υφίσταται, προκειμένου για πράξεις ή παραλείψεις που στηρίζονται σε σύννομη απόφαση της Γενικής Συνέλευσης ή που αφορούν εύλογη επιχειρηματική απόφαση, η οποία ελήφθη με καλή πίστη, με βάση επαρκείς πληροφορίες και αποκλειστικά προς εξυπηρέτηση του εταιρικού συμφέροντος»

Σύμφωνα με τον κανόνα η επιχειρηματική δράση εξαιρείται από την εφαρμογή των γενικώς ισχυόντων "duty of care standards", εφόσον τα μέλη του αποφασίζοντος οργάνων³²:

1. ενήργησαν προς όφελος της εταιρείας και δεν επεδίωξαν την εξυπηρέτηση

²⁹ Γ.Δ. Σωτηρόπουλος , ό.π. σελ.772

³⁰ Χ.Αποστολόπουλος, ό.π. σελ 37

³¹ Ι.Π. Μάρκου, ό.π.σελ. 309

³² ΓΔ Τριανταφυλλάκης " Ευθύνη για Πρόκληση αφερεγγυότητας –Εταρικό και Πτωχευτικό Δίκαιο" ΕΕμπΔ 2010 Δ', σελ.806 και Χ.Αποστολόπουλος , ό.π. σελ. 25

- αλλότριων προς την εταιρεία συμφερόντων (disinterested judgment)
2. ενήργησαν με την πεποίθηση ότι εξυπηρετούν με τον καλύτερο το συμφέρον της εταιρείας (good faith)
 3. Ήταν επαρκώς πληροφορημένα κατά τη λήψη της απόφασης (informed judgment)

Ο Έλληνας νομοθέτης προσέθεσε και το κριτήριο του ευλόγου της επιχειρηματικής αποφάσεως (rational belief), το οποίο όμως πρέπει αναγκαστικά να κριθεί μόνο με έλεγχο και του περιεχομένου της επιχειρηματικής αποφάσεως. Με τον όρο ότι, οι εν λόγω προϋποθέσεις συντρέχουν σωρευτικά, ο εταιρικός διοικητής πράττει «ορθά», δηλαδή επιμελώς, από νομικής απόψεως, ασχέτως αν από επιχειρηματική σκοπιά δεν επέρχεται το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα. Δημιουργείται κατ'αυτό τον τρόπο ένα, από δικονομικής απόψεως, τεκμήριο (ασφαλής λιμένας-safe harbor) καθώς ο ζημιωθείς – ενάγων οφείλει να αποδείξει όχι μόνο τη μη συνδρομή των ως άνω προϋποθέσεων αλλά και την υποχρέωση της επιμελούς διαχείρισης.

Ο ρευστός χαρακτήρας των επί μέρους εννοιών διασφαλίζει την ελαστικότητα τους και συνακόλουθα τη διεύρυνση του πεδίου της επιχειρηματικής ελευθερίας³³. Ειδικότερα, σε σχέση με την προϋπόθεση της επαρκούς πληροφόρησης, πρέπει να αποσαφηνιστεί ότι ως επαρκές δεν νοείται το πλήρες. Το επαρκές της πληροφόρησης θα κριθεί με βάση τις συνθήκες εκάστης περίπτωσης, όπως π.χ. την πίεση του χρόνου σε συνθήκες αγοράς, το είδος και τη σημασία της απόφασης, τις πραγματικές και νομικές δυνατότητες πρόσβασης στην πληροφορία και τη σχέση κόστους πληροφόρησης και πιθανών ωφελειών αυτής.

Η προέλευση του κανόνα της επιχειρηματικής κρίσης συνδέεται με τη διακριτική ευχέρεια που χαρακτηρίζει τη λειτουργία του ΔΣ προκειμένου να επιτύχει τον εταιρικό σκοπό. Ο εταιρικός σκοπός όμως και το εταιρικό συμφέρον μπορούν να εξυπηρετηθούν μόνο μέσω της ευχέρειας αυτής στη δράση του διοικητικού οργάνου και αφού ένα σύνολο συμφερόντων που περιλαμβάνει συμφέροντα των μετόχων, των εργαζομένων, των δανειστών ληφθούν υπόψη. Η μεγάλη ευχέρεια των μελών του ΔΣ αλλά και η υποχρέωση για επιχειρηματική δράση, είναι τα στοιχεία που δημιουργούν το πρόβλημα από τις συνέπειες της δράσης του ΔΣ³⁴. Επιχειρηματική δράση αλλά και επίτευξη των εταιρικών στόχων όμως, χωρίς ανάληψη κινδύνου δεν νοείται, γι αυτό και κάθε διοικητής σταθμίζει το κίνδυνο μια επιχειρηματικής ενέργειας σε σχέση με την επιδιωκόμενη ωφέλεια.

Ο κανόνας της επιχειρηματικής κρίσης κατά μία άποψη, δεν προσέφερε κάτι νέο στο ήδη υπάρχον δικαιοσύστημα ευθύνης των εταιρικών διοικητών. Άλλη μερίδα της θεωρίας παρουσιάζει θετικότερα προσκείμενη, υποστηρίζοντας ότι η κωδικοποίησή του με νόμο, προσέδωσε ασφάλεια δικαίου³⁵, καθώς αναδεικνύεται σε καθοριστικής σημασίας

³³ Α.Μικρούλα ,ό.π. σελ 21

³⁴ Χ.Αποστολόπουλος , ό.π. σελ 27

³⁵ Γ. Σωτηρόπουλο, ό.π. σελ. 166, ο οποίος τονίζει ότι η διακριτική ευχέρεια, την οποία φιλοδοξούσε να προσφέρει ο ΒJR στο ΔΣ, υφίστατο και πριν από την καθιέρωσή του

παράγοντα για τη διασφάλιση της απρόσκοπτης λειτουργίας της εταιρικής ζωής και δράσης. Οι πραγματικές και πρακτικές διαστάσεις του κανόνα επιχειρηματικής κρίσης άλλωστε, αναφαίνονται και στο πλαίσιο του άρθρου 98 ΠτΚ³⁶ όπως θα δούμε και κατωτέρω.

1.1.2 Μορφές παραβίασης της υποχρέωσης επιμέλειας από τους διοικούντες

1.1.2.1 Παρακινδυνευμένες επιχειρηματικές αποφάσεις

Βασική προϋπόθεση για την εφαρμογή του κανόνα της επιχειρηματικής κρίσης, είναι η λήψη της επιχειρηματικής απόφασης, η οποία προϋποθέτει τρία στοιχεία :

1. Την αναγκαιότητα λήψης απόφασης
2. Την έλλειψη νομικής δεσμευτικότητας από πλευράς των διοικητών
3. Την αμφιβολία για το χρονικό σημείο λήψης της απόφασης

Η έννοια της επιχειρηματικής απόφασης, ως προς το εύρος του περιεχομένου της, περιλαμβάνει ένα ευρύ φάσμα υποκατηγοριών όπως επενδυτικές αποφάσεις, την αύξηση της παραγωγής, τη μείωση του προσωπικού αλλά και αποφάσεις σχετικές με τη χρηματοδότηση της εταιρείας, τη διανομή κερδών και γενικά κάθε δραστηριότητα που υπάγεται στο πεδίο αρμοδιοτήτων της εταιρείας. Για την ύπαρξη επιχειρηματικής απόφασης και τη στοιχειοθέτηση στη συνέχεια ευθύνης ή όχι, προκρίνεται η ύπαρξη θετικής πράξης, δηλαδή συνειδητής επιχειρηματικής απόφασης. Η θέση των εταιρικών διοικητών να μη ληφθεί απόφαση θεωρείται επίσης επιχειρηματική απόφαση που απαιτεί ο νόμος. Εξάλλου, πρέπει να λαμβάνουν μια συνειδητή απόφαση ανεξάρτητα από το αν πρόκειται για ενέργεια ή παράλειψη, ωστόσο είναι δυσδιάκριτα τα όρια μεταξύ τα όρια ανάμεσα στη συνειδητή απόφαση και την αναιτιολόγητη απροσεξία (inexcusable inattentiveness) η οποία δεν καλύπτεται από τον κανόνα επιχειρηματικής κρίσης.

Ευθύνη των διοικητών στοιχειοθετείται, όμως, όχι μόνο όταν σκέφτηκαν κάτι και αποφάσισαν να μην το πράξουν αλλά και για την περίπτωση που παρέλειψαν να σκεφθούν κάποιες ενέργειες (wrongful omissions). Ωστόσο υπάρχει και η αντίθετη άποψη³⁷ που απορρίπτει τη δυνατότητα εφαρμογής του κανόνα επιχειρηματικής κρίσης για τις παραλείψεις της διοίκησης. Το επιχείρημα σε αυτή την άποψη είναι ότι ο κανόνας της επιχειρηματικής κρίσης λαμβάνει υπόψη κάποια συγκεκριμένη διαδικασία, ένα είδος checklist, για την αναγνώριση ευθύνης των διοικητών ώστε εφόσον πληρούνται ορισμένες

³⁶ Ν.Ελευθεριάδη, Η προστασία των δανειστών κεφαλαιουχικής εταιρίας ως πρόβλημα ευθύνης των εταίρων, 2012, σελ. 43 επ

³⁷ Άποψη Δικαστηρίου Delaware

συνθήκες και προϋποθέσεις (σωστή πληροφόρηση, ανεξαρτησία κατά τη λήψη της σχετικής απόφασης, απουσία σύγκρουσης συμφερόντων, πεποίθηση για ωφέλεια της εταιρείας από τη συγκεκριμένη απόφαση) να μη στοιχειοθετείται ευθύνη για τους διοικούντες την εταιρεία. Στις περιπτώσεις ευθύνης από παράλειψη των εταιρικών διοικητών όμως, δεν είναι δυνατόν να εφαρμοστεί η εν λόγω διαδικασία³⁸.

Η επιχειρηματική απόφαση στο πλαίσιο που στοχεύει να δικαιολογηθεί από τον κανόνα της επιχειρηματικής κρίσης, πρέπει να κινείται εντός του πλαισίου της διοικητικής υποχρέωσης επιμέλειας. Η πραγματικότητα, ωστόσο, καταδεικνύει πως συνήθως οι διοικητικές αποφάσεις κινούνται στα όρια της επιμελούς στάσης των διοικητών και αρκετές φορές τα ξεπερνούν.

Το καθήκον επιμέλειας, που διέπει τη δράση των εταιρικών διοικητών, επιβάλλει στους τελευταίους να αποφεύγουν την ανάληψη αδικαιολόγητων επιχειρηματικών κινδύνων μέσω της λήψης σχετικών αποφάσεων, που θα μπορούσαν να είναι δυσανάλογα μεγαλύτερη σε σχέση με την επιδιωκόμενη ωφέλεια ή ακόμα κι αν επέλθει μικρός κίνδυνος αυτός να καταλήξει σε οικονομική καταστροφή για την ίδια την εταιρεία. Σημαντικοί παράγοντες που οδηγούν στη λήψη τέτοιων παρακινδυνευμένων επιχειρηματικών αποφάσεων μπορεί να είναι οι εξής:

Αποτυχία παρακολούθησης έλλειψη ενημέρωσης και αξιολόγησης

Σε αυτή την περίπτωση οι διοικητές παραβιάζουν το καθήκον επιμέλειας όταν δεν ασκούν κανένα έλεγχο τις δραστηριότητες της εταιρείας, όταν αγνοούν τα σημάδια κινδύνου και τους εμφανείς κινδύνους, ακόμα κι όταν η αντίδραση για την αντιμετώπιση κινδύνων είναι προφανής.

Επιπλέον τα μέλη πρέπει να είναι συνεχώς ενημερωμένα, διαφορετικά δεν μπορούν να ασκήσουν αποτελεσματικά εποπτεία επί της επιχείρησης.

Υπερβολική εξάρτηση από άλλους

Τα ανεξάρτητα μέλη μπορεί να επηρεάζονται από άλλα πρόσωπα ή τρίτους εκτός της εταιρείας κατά την άσκηση της αρμοδιότητας ελέγχου και σίγουρα δεν μπορούν να το αναθέτουν τον ρόλο τους σε τρίτους. Τα διοικητικά στελέχη πρέπει να έχουν ανεξάρτητη κρίση και να ειδικότερα να εξετάζουν και να συζητούν τη δεδομένη σε αυτούς πληροφορία ως νοήμονες άνθρωποι

Αμελείς αποφάσεις

Οι διοικητές της εταιρείας βαρύνονται με ευθύνη για αποφάσεις που απέβησαν εκ των υστέρων σε βάρος της εταιρείας, ενώ θα καταστούν υπεύθυνοι για τις παράλογες

³⁸ Α. Μικρουλέα «Όρια Δράσης και Ευθύνη των Εταιρικών Διοικητών» Νομική Βιβλιοθήκη 2013, σελ 35

αποφάσεις που έχουν λάβει καις κάθε περίπτωση δεν εξυπηρετούν τον εσωτερικό κόσμο³⁹.

Σφάλμα εντοπιότητας

Το home bias (σφάλμα εντοπιότητας), συνίσταται στην τάση των διοικούντων να επενδύουν ένα δυσανάλογα μεγάλο ποσοστό των κεφαλαίων τους σε εγχώριες επενδύσεις, θεωρώντας ότι είναι περισσότερο εξοικειωμένοι με αυτές, αυξάνοντας, όμως, σημαντικά τον επενδυτικό κίνδυνο⁴⁰. Αντίστοιχη συμπεριφορά παρατηρείται και στο χώρο των επιχειρήσεων με τους managers να επηρεάζονται σημαντικά από το βαθμό οικειότητας (familiarity), που έχουν με το περιβάλλον που παρουσιάζονται επιχειρηματικές - επενδυτικές ευκαιρίες. Μάλιστα φαίνεται, ότι οι managers νιώθουν μεγαλύτερη οικειότητα και θεωρούν ότι γνωρίζουν καλύτερα τις γειτονικές στην έδρα της επιχείρησης χώρες ή χώρες που τους συνδέουν.

Υπερβολική αυτοπεποίθηση

Ακόμη ένα σημαντικό συμπεριφορικό σφάλμα στο χώρο των επιχειρήσεων είναι η υπερβολική αυτοπεποίθηση που παρουσιάζουν οι managers και που πολλές φορές αναδεικνύεται ως καθοριστικός παράγοντας στη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Η υπερβολική αυτοπεποίθηση πολλές φορές μετατρέπεται σε αλαζονεία, ιδιαίτερα μετά από επιτυχημένες επιχειρηματικές συμφωνίες.

Επιπλέον, οι επιχειρηματίες θα πρέπει σε κάθε περίπτωση να αποφεύγουν το αποτέλεσμα του χαμένου κόστους (sunk cost). Δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις που οι διοικήσεις των επιχειρήσεων επιμένουν να επενδύουν σε ζημιογόνες επενδύσεις, με σκοπό να αποφύγουν να συνειδητοποιήσουν τη ζημιά που θα έπληττε σημαντικά την αυτοπεποίθησή τους, αλλά και το δυσάρεστο συναίσθημα της μετάνοιας (regret aversion).⁴¹

Αυτά τα σφάλματα σε συνδυασμό με άλλες σημαντικές συμπεριφορικές παγίδες, όπως είναι το σφάλμα της πρόσφατης κατάστασης (δηλ. Αδράνεια και προσκόλληση στο υπάρχον καθεστώς- status quo bias), η αποστροφή της απώλειας, η συμπεριφορά της αγέλης, ο περιορισμένος αυτοέλεγχος, το σφάλμα επιβεβαίωσης, κ.λ.π. πρέπει να λαμβάνονται σοβαρά υπ' όψιν στη διαδικασία λήψης επιχειρηματικών αποφάσεων, καθώς μπορεί να αποδειχθούν μοιραία για το μέλλον μιας επιχείρησης.

³⁹ Ν.Δ. Φίλιππας "Η ψυχολογία των αγορών", Πεδίο 2015, σελ.236

⁴⁰ Α.Μικρουλέα ό.π.

⁴¹ Ν.Δ. Φίλιππας "Η ψυχολογία των αγορών", Πεδίο 2015, σελ.239

1.1.2.2 Η εξωτερική ευθύνη των διοικητών έναντι των πιστωτών

Όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω με το Άρ.22^α καθιερώνεται η εσωτερική ευθύνη των μελών του ΔΣ ως αποτέλεσμα της σύγκρουσης μεταξύ των μετόχων και των μελών του διοικητικού οργάνου. Η υποχρέωση όμως των διοικητών για επιμελή άσκηση των καθηκόντων τους και η ευθύνη που τη συνοδεύει, αποτελούν παράλληλα και ένα μηχανισμό έμμεσης προστασίας των δανειστών της εταιρείας. Συμβάλλουν ex ante στην ελαχιστοποίηση εμφάνισης πτώχευσης και ex post στη μεγέθυνση της εταιρικής περιουσίας⁴². Στην παρούσα ενότητα πρόκειται να αναλυθεί η λειτουργία και η σημασία της εξωτερικής ευθύνης των διοικητών προκειμένου να καταδειχθεί η διαφοροποίηση του εταιρικού σκοπού ενόψει της αφερεγγυότητας της εταιρείας. Έτσι θα είναι δυνατή η ανάλυση στη συνέχεια των κανόνων της εταιρικής διακυβέρνησης ως εξυπηρετούντων τα συμφέροντα των πιστωτών.

Η προσωπική ευθύνη των διοικητών της εταιρείας έναντι των δανειστών, ή άλλως εξωτερική ευθύνη, λειτουργεί συμπληρωματικά στην εσωτερική ευθύνη του άρ. 22^α παρ.1 Ν 2190/1920⁴³. Καθιερώθηκε τόσο στο ελληνικό δίκαιο όσο και διεθνώς μετά από ένα μεγάλο αριθμό πτωχεύσεων διεθνών εταιρικών κολοσσών θέτοντας τέλος στις θεωρίες και τις προσπάθειες για άρση της νομική προσωπικότητας προκρινόμενου να εντοπισθούν τα πρόσωπα που βρίσκονται πίσω από το νομικό πρόσωπο της εταιρείας⁴⁴.

Η κριτική έναντι της ευθύνης των εταιρικών διοικητών στηρίζεται στο ότι, αφενός διασπά τον περιορισμό της ευθύνης των οργάνων ο οποίος είναι αλληλένδετος με την αρχή του περιορισμού της ευθύνης των οργάνων/μετόχων στα συστήματα της ανώνυμης εταιρείας και αφετέρου αποθαρρύνει την επιχειρηματική δράση (risk aversion) ως ένα βαθμό και μέσω της ενθάρρυνσης της καταχρηστικής άσκησης αγωγών σε βάρος των εταιρικών διοικητών⁴⁵.

Παρά τις αντιδράσεις για τον κίνδυνο στον οποίο θέτει την αυτονομία της νομικής προσωπικότητας και την αρχή του περιορισμού της ευθύνης ως πυρήνα της, η καθιέρωση της ευθύνης αποτελεί επιταγή της οικονομικής πραγματικότητας καθώς αυτοί που πλήττονται από το εταιρικό έλλειμμα είναι οι εταιρικοί δανειστές, ενώ παράλληλα λειτουργεί ως αντίβαρο έναντι του περιορισμού της ευθύνης του νομικού προσώπου με την δυνατότητα πλέον αποκατάστασης των αστικών ζημιών ανεξάρτητα από την επάρκεια κεφαλαίων και εταιρικής περιουσίας. Εξάλλου, ο μηχανισμός εσωτερικής ευθύνης των διοικητών δεν μπορεί να αποζημιώσει τους δανειστές της εταιρείας για τον επιπλέον κίνδυνο που αναλαμβάνουν, καθώς απώτερος σκοπός της υποχρέωσης που αναλαμβάνουν είναι η προαγωγή του εταιρικού συμφέροντος και όχι η αποκλειστική

⁴² Σ.Φράστανλης "Other people's money και προστασία των εταιρικών πιστωτών" ΔΕΕ 5/2011, σελ 557

⁴³ Αντίστοιχες διατάξεις που ρυθμίζουν την εσωτερική ευθύνη των διοικητών έναντι της εταιρείας είναι το Άρ.26 του Ν.3190/1955 για την ΕΠΕ και το Άρ.67 Ν.4072/2012 για την ΙΚΕ

⁴⁴ Χ.Αποστολόπουλος, ό.π. σελ. 75

⁴⁵ Χ.Αποστολόπουλος ό.π. σελ 75

προστασία των συμφερόντων των εταιρικών πιστωτών μέσω μιας ενδεχόμενης εκκαθάρισης της επιχείρησης και ικανοποίησης των συμφερόντων τους⁴⁶.

Καθιερώνεται συνεπώς μια μορφή ευθύνης λόγω συγκεκριμένων ειδικών συνθηκών (π.χ. πτώχευση της εταιρείας) έναντι προσώπων με καίριο ρόλο στη διαχείριση της οφειλέτριας εταιρείας, τα οποία, με την επίδειξη δόλου ή βαριάς αμέλειας, ζημίωσαν την εταιρική ή την ενεργητική εταιρική περιουσία και κατ'επέκταση τους εταιρικούς δανειστές. Στην ενότητα αυτή, πρόκειται να εξετασθούν οι δύο μορφές της εξωτερικής ευθύνης των διοικητών, όχι με τη σειρά που παρατίθενται στο Άρ. 98 του Πτωχευτικού Κώδικα, αλλά με τη σειρά με την οποία συνήθως εμφανίζονται στον εταιρικό βίο: θα αναλυθεί πρώτα η συμπεριφορά των διοικητών που μπορεί να οδηγήσει την εταιρεία σε κατάσταση παύσης πληρωμών (Άρ.98 παρ.2 ΠτΚ) και στη συνέχεια θα παρουσιαστεί η τακτική των μελών του διοικητικού οργάνου μιας εταιρείας που δύναται να παρεμποδίσει την υπαγωγή της ήδη αφερέγγυας εταιρείας στην πτωχευτική διαδικασία και κατ'επέκταση στην περαιτέρω ζημία των εταιρικών πιστωτών.

1.1.2.2.1 Η ευθύνη από πρόκληση της πτώχευσης

Η πρόκληση της παύσης πληρωμών περιγράφεται στη 2^η παράγραφο του Άρ.98 του Πτωχευτικού Κώδικα, το οποίο ορίζει :

«Αν η παύση πληρωμών της ανώνυμης εταιρείας προκλήθηκε από δόλο ή βαρεία αμέλεια των μελών του διοικητικού της συμβουλίου, τα υπαίτια μέλη ευθύνονται εις ολόκληρον σε αποζημίωση έναντι των εταιρικών πιστωτών για τη ζημία που τους προκλήθηκε⁴⁷.»

Στην αρχική της μορφή η εν λόγω διάταξη προέβλεπε ευθύνη της εταιρικής διοίκησης για πρόκληση της πτώχευσης, με αποτέλεσμα η ευθύνη των διοικητών για την περιέλευση της εταιρείας σε δεινή οικονομική θέση να κρίνεται από τις γενικές διατάξεις, αφού δεν είχε κηρυχθεί η πτώχευση. Το πλαίσιο της διάταξης διευρύνθηκε με το Ν.4446/2016 και την εισαγωγή της ευθύνης για πρόκληση παύσης πληρωμών⁴⁸, ανεξαρτήτως αν έχει κηρυχθεί η πτώχευση⁴⁹.

Η ευθύνη από την πρόκληση της παύσης πληρωμών προκύπτει από την ευθύνη των διοικητών για παραβίαση, ουσιαστικά, των κύριων υποχρεώσεων τους έναντι του νομικού προσώπου, όπως αυτές περιγράφηκαν ανωτέρω στα πλαίσια ανάλυσης της

⁴⁶ Σ.Φράστανλης, ό.π. σελ 558

⁴⁷ Την ίδια ευθύνη υπέχει και αυτός που άσκησε την επιρροή του στο μέλος ή τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, ώστε να προβούν σε πράξεις ή παραλείψεις που είχαν ως αποτέλεσμα την περιέλευση της εταιρείας σε παύση πληρωμών..

⁴⁸ Ε.Περάκης «Πτωχευτικό Δίκαιο», Νομική Βιβλιοθήκη, 3^η έκδοση 2017, σελ.390

⁴⁹ Είναι δυνατή η μη κήρυξη της πτώχευσης παρά την περιέλευση της εταιρείας σε παύση πληρωμών λόγω έλλειψης ενεργητικού

εσωτερικής ευθύνης (υποχρεώσεις πίστης και επιμέλειας): κακοδιαχείριση, επιπόλαιη ανάληψη κινδύνων, εσφαλμένες επιχειρηματικές αποφάσεις, απιστία, ατασθαλίες, διενέργεια ανταγωνισμού σε βάρος της εταιρείας⁵⁰. Οι πράξεις ή οι παραλείψεις αυτές των διοικητών τιμωρούνται καθώς ζημιώνονται εμμέσως και οι πιστωτές της εταιρείας, αφού η αποκατάσταση της ζημίας της εταιρείας συνεπάγεται και αποκατάσταση των πιστωτών. Η έμμεση ζημία προκύπτει από το γεγονός ότι τα δικαιώματα των πιστωτών δεν βλάπτονται απευθείας από τις πράξεις των διοικητών αλλά η φερεγγυότητα της εταιρείας ζημιώνεται τόσο που η καθιστά την περιουσία της ανεπαρκή για την κάλυψη των αναληφθεισών από αυτή υποχρεώσεων. Σημειώνεται πως το Άρ.98 παρ.2 καλύπτει και περιπτώσεις ζημίας των εταιρικών πιστωτών χωρίς αυτή να συνοδεύεται απαραίτητα από ζημία της εταιρείας.

Από τη σκοπιά του εταιρικού δικαίου η εσωτερική ευθύνη έναντι του νομικού προσώπου θα υπάρχει για κάθε πταίσμα βάσει του Άρ.22^α ΚΝ 2190/1920 ενώ από πλευράς πτωχευτικού δικαίου και του Άρ.98 παρ.2 η ευθύνη έναντι των πιστωτών θα είναι άμεση, επικουρική ωστόσο έναντι της εσωτερικής και υφιστάμενη μόνο για δόλο ή αμέλεια. Συνεπώς για τη στοιχειοθέτηση του αδικήματος του Άρ.98 παρ.2 δεν αρκεί οποιαδήποτε πράξη αλλά απαιτείται πράξη της οποίας η τέλεση συνεπάγεται την αδυναμία της εταιρείας να εκπληρώσει τις ληξιπρόθεσμες χρηματικές τις υποχρεώσεις κατά τρόπο γενικό και μόνιμο. Οι πράξεις που καταλαμβάνονται επομένως από την εν λόγω διάταξη είναι οι πράξεις που πέρα από τη ζημία της εταιρικής περιουσίας αλλά και των εταίρων της μειοψηφίας, με την απομείωση της εσωτερικής αξίας των μετοχών τους, ζημιώνουν τους εταιρικούς πιστωτές ματαιώνοντας κάθε προσδοκία ικανοποίησής τους από την εταιρική περιουσία⁵¹. Ως τέτοια πράξη που βάλλει ευθέως κατά της εταιρικής περιουσίας θεωρείται κάθε συμπεριφορά με πρόσφορη αιτιώδη συνάφεια με ζημία του πιστωτή χωρίς να τίθεται η προϋπόθεση για παράλληλη εταιρική ζημία, ήτοι κάθε μεθοδεσμένη καταστροφή, απόσπαση ή αφαίρεση περιουσιακού στοιχείου που ανήκει στην εταιρεία, που οδηγεί ευθέως στην παύση πληρωμών⁵².

Για την εκτίμηση της υπαιτιότητας των διοικητών, μάλιστα, δεν εφαρμόζεται ο κανόνας της επιχειρηματικής κρίσης του Άρ.22^α παρ.2 ΚΝ 2190/192, καθώς αυτός ο κανόνας αφορά την εσωτερική ευθύνη των διοικούντων και όχι στην ευθύνη έναντι των πιστωτών. Ο αποκλεισμός του περιορισμού της ευθύνης βέβαια δεν είναι απόλυτος καθώς δέον είναι να διακρίνεται η συμπεριφορά των μελών της διοίκησης αναλόγως αν έχει επέλθει η παύση πληρωμών ή όχι⁵³. Ο περιορισμός της ευθύνης εφαρμόζεται, υπό τις προϋποθέσεις του κανόνα της επιχειρηματικής κρίσης, για το διάστημα πριν από την επέλευση της παύσης πληρωμών και μπορεί να καταστήσει θεμιτές τις πράξεις ακόμα κι αν αυτές αργότερα αποδείχθηκαν ζημιολογικές για την εταιρεία. Η πραγματοποίηση των κινδύνων που αναλήφθηκαν αποτελεί εξάλλου αναπόσπαστο κομμάτι της

⁵⁰ Ε.Περάκης, ό.π. σελ 391, Μικρουλέα «Όρια δράσης και ευθύνη των εταιρικών διοικητών», Νομική Βιβλιοθήκη 2013, σελ 232

⁵¹ Χ.Αποστολόπουλος, ό.π. σελ 80

⁵² Χ.Αποστολόπουλος, ό.π. σελ 81

⁵³ Ε.Περάκης, ό.π. σελ 392

επιχειρηματικής δραστηριότητας και η πτώχευση της επιχείρησης συγκαταλέγεται ανάμεσα σε αυτούς. Εφόσον όμως η εταιρεία προσεγγίζει την αφερεγγυότητα, ο κανόνας της επιχειρηματικής κρίσης αν και θεωρητικά εφαρμόζεται, δεν θα μπορεί να δικαιολογήσει πράξεις που ενέχουν κινδύνους βλάβης των πιστωτών, ειδικά αν αυτές συνεπάγονται και μείωση της πτωχευτικής περιουσίας⁵⁴. Σε αυτή την περίπτωση, ο κανόνας της επιχειρηματικής κρίσης, θα εφαρμόζεται με κριτήριο, όχι πια το εταιρικό συμφέρον αλλά το συμφέρον των πιστωτών, στα πλαίσια μεταβολής του εταιρικού σκοπού, όπως θα αναλύσουμε και παρακάτω.

Σε κάθε περίπτωση, η μορφή αυτή εξωτερικής ευθύνης των διοικούντων για πρόκληση παύσης πληρωμών στην εταιρεία, αποτελεί μια δογματική κατασκευή που διαπνέεται από τη γενικότερη αρχή της υποχρέωσης πρόνοιας και προστασίας (duty of care) των συμφερόντων των άλλων, που έχει διεισδύσει πλέον σε κάθε τομέα της ελληνικής έννομης τάξης⁵⁵.

1.1.2.2.2 Παρέλκυση πτώχευσης

Η έτερη συμπεριφορά των διοικούντων που θεμελιώνει εξωτερική ευθύνη έναντι των πιστωτών της αφερέγγυας εταιρείας, είναι η παρέλκυση της πτώχευσης όπως αυτή ορίζεται στην 1^η παράγραφο του Άρ. 98 ΠτΚ:

«Αν δεν υποβληθεί εγκαίρως η αίτηση πτώχευσης ανώνυμης εταιρείας σύμφωνα με την παράγραφο 2 του άρθρου 5 του παρόντος, τα υπαίτια για την καθυστέρηση μέλη του διοικητικού της συμβουλίου ευθύνονται εις ολόκληρον για την αποκατάσταση της ζημίας των εταιρικών πιστωτών από τη μείωση του πτωχευτικού μερίσματος που επήλθε λόγω της καθυστέρησης.»

Η παρέλκυση λοιπόν υποδηλώνει την υπαίτια καθυστέρηση υποβολής της αίτησης πτώχευσης εκ μέρους του οφειλέτη. Η καθυστέρηση όπως αναφέρεται στη διάταξη αφορά την υποχρέωση του οφειλέτη να υποβάλει αίτηση για υπαγωγή στην πτωχευτική διαδικασία σε ένα διάστημα 30 ημερών από τη στιγμή της περιέλευσης του σε κατάσταση γενικής και μόνιμης αδυναμίας εκπλήρωσης των ληξιπρόθεσμων οφειλών του (Άρ. 5 παρ.2 ΠτΚ).

Ο λόγος για τον οποίο αποδοκιμάζεται η καθυστέρηση υποβολής της αίτησης για πτώχευση, είναι η ανατιολόγητη διατήρηση του κινδύνου για περαιτέρω πρόκληση

⁵⁴ Ε.Περάκης, ό.π. σελ 393

⁵⁵ Α.Μικρούλεα, ό.π. σελ 234, Χ.Αποστολόπουλος, ό.π. σελ 84

ζημίας απο πλευράς της αφερέγγυας εταιρείας⁵⁶. Με την τακτική αυτή, η αφερέγγυα εταιρεία συνεχίζει τη δραστηριότητα της χωρίς.

Το φαινόμενο της παρέλκυσης της πτώχευσης αποτελεί, όπως και συμπεριφορά που οδηγεί στην πρόκληση της αφερεγγυότητας της εταιρείας, απόρροια της αρχής της περιορισμένης ευθύνης των μετόχων κεφαλαιουχικής εταιρείας: όταν η εταιρεία έχει εισέλθει σε περίοδο κατά την οποία προσεγγίζει την αφερεγγυότητα, έχει ήδη απωλέσει το κεφάλαιο της⁵⁷ και οι μέτοχοί της δεν έχουν να ελπίζουν σε επιτροφή από το προϊόν της εκκαθάρισης. Έτσι, σε συνδυασμό με αυτή την περιορισμένη ευθύνη, εισέρχονται σε μια λογική ανάληψης υψηλότερων κινδύνων, μέσω των αποφάσεων της διοίκησης, οι οποίοι δημιουργούν και την προσδοκία για μεγαλύτερο κέρδος. Μια πιθανή επιτυχία των ριψοκίνδυνων εγχειρημάτων, αν και αυτό πολύ σπάνια επαληθεύεται στην επιχειρηματική πραγματικότητα, θα μπορέσει να συμβάλει ώστε να περιοριστούν οι απώλειες τους. Ωστόσο, η μη επιτυχής έκβαση του αναληφθέντος από τη διοίκηση της εταιρείας ρίσκου, όχι μόνο θα εξανεμίσει κάθε ελπίδα επιστροφής μέρους από το προϊόν της εκκαθάρισης αλλά θα επιδεινώσει ακόμα περισσότερο τη θέση της εταιρείας με περαιτέρω μείωση της περιουσίας της και αρά με περιορισμό του ποσοστού που θα λάβουν από αυτήν οι πιστωτές της, στα πλαίσια της συλλογικής διαδικασίας⁵⁸. Συγκεκριμένα, περιουσιακά στοιχεία μπορεί να εκποιηθούν χωρίς δυνατότητα ανάκτησης, η πελατεία της εταιρείας να διαρρεύσει προς τους ανταγωνιστές, κυρίως όμως η ζημία θα προέλθει από τη σύναψη νέων χρεών, γεγονός που θα είχε αποφευχθεί αν η αίτηση για την υπαγωγή στην πτωχευτική διαδικασία είχε υποβληθεί εγκαίρως. Τα νέα αυτά χρέη, μάλιστα, δεν είναι απαραίτητο πως θα βλάψουν την εταιρεία, καθώς, ενδεχομένως, να της εξασφαλίσουν βραχυπρόθεσμη ρευστότητα. Θα αυξήσουν, ωστόσο, τον αριθμό των πιστωτών της και, σε κάθε περίπτωση, θα μειώσουν το προσδοκώμενο πτωχευτικό μέρος λόγω της διόγκωσης του παθητικού της.

Η ακραία αυτή επιδείνωση της οικονομικής/περιουσιακής θέσης στην οποία περιέρχεται η εταιρεία είναι και ο λόγος για τον οποίο καθιερώνεται ευθύνη των διοικούντων αυτή για κάθε πταίσμα⁵⁹, σε αντίθεση με την περίπτωση της πρόκλησης αφερεγγυότητας η οποία προϋποθέτει, όπως έχει αναφερθεί, δόλο ή βαρεία αμέλεια⁶⁰. Ως πταίσμα νοείται, αφενός η γνώση ή η υπαίτια άγνοια της παύσης πληρωμών που δημιουργεί και τη σχετική υποχρέωση για υποβολή αίτησης περί υπαγωγής σε πτωχευτική διαδικασία (Αρ.5 παρ.2 ΠτΚ) και αφετέρου η μη εγκαίρως υποβολή της ως άνω αίτησης εντός 30 ημερών από την παύση πληρωμών. Αυτή η ευθύνη για κάθε πταίσμα που συνοδεύει την παρέλκυση της πτώχευσης της εταιρείας, αποκλείει παράλληλα και

⁵⁶ Εδώ μάλιστα παρατηρείται και μια σημαντική διαφορά της παρέλκυσης από την πρόκληση της πτώχευσης καθώς η παρέλκυση είναι συνδεδεμένη με την κήρυξη της πτώχευσης, η οποία αποτελεί και προϋπόθεση για τη στοιχειοθέτηση της σχετικής ευθύνης, και όχι με την περίελευση του οφειλέτη σε κατάσταση αφερεγγυότητας

⁵⁷ Ε.Περράκης ό.π. σελ. 383

⁵⁸ Ε.Περράκης ό.π. σελ 383

⁵⁹ ΠτΚ 98 παρ.1 : «τα υπαίτια για την καθυστέρηση μέλη του διοικητικού της συμβουλίου»

⁶⁰ Χ.Αποστολόπουλος, ό.π. σελ. 55

την πιθανότητα για περιορισμό της ευθύνης από την εφαρμογή του κανόνα της επιχειρηματικής κρίσεως του εταιρικού δικαίου (Αρ.22^α παρ.2 ΚΝ 2190/1920).

Έχει διατυπωθεί η άποψη πως από τη στιγμή που ο νόμος ορίζει ως υπεύθυνα τα «..υπαίτια προς καθυστέρηση μέλη...» του διοικητικού συμβουλίου, τότε η μη έγκαιρη υποβολή αίτησης για κήρυξη πτώχευσης, εφόσον υφίσταται ήδη παύση πληρωμών, αρκεί για τη στοιχειοθέτηση της ευθύνης και δεν τίθεται θέμα διερεύνησης των προθέσεων των διοικούντων που οδήγησαν στην καθυστέρηση αυτή⁶¹. Έτσι το επιχείρημα της ύστατης προσπάθειας για εξυγίανση της εταιρείας ως λόγος μη έγκαιρης αίτησης για κήρυξη αυτής σε πτώχευση δεν μπορεί να σταθεί καθώς οι διοκούντες έχουν όχι μόνο το βάρος αλλά και την υποχρέωση να επιδιώξουν την εξυγίανση ήδη κατά το χρόνο που η εταιρεία έχει εισέλθει σε περίοδο οικονομικής κρίσης, δεδομένου ότι πρόκειται για ένα στάδιο το οποίο δεδομένα προηγείται της παύσης πληρωμών και στο οποίο η εταιρεία δεν περιέρχεται ξαφνικά.

Έχει εκφραστεί, ωστόσο, και η αντίθετη άποψη πως είναι δυνατή η εκτίμηση των τυχόν καλόπιστων και βάσιμων προσδοκιών για την αποτροπή της πτώχευσης ως λόγος για τη μη θεμελίωση αστικής ευθύνης των διοικητών, στο πνεύμα της επιχειρηματικής κρίσης⁶². Πρόκειται όμως για ειδικές περιπτώσεις «καλόπιστης» προσπάθειας εξυγίανσης, οι οποίες ενδεχομένως να βασίζονται σε ελλιπή τεχνική πληροφόρηση⁶³ των διοικητών στις οποίες σπάνια δεν θα θεμελιωθεί ευθύνη ή έστω συνυπαιτιότητα των διοικητών .

Συμπερασματικά, στο πλαίσιο μιας εργαλειοθήκης αντίστοιχων κανόνων στα διάφορα εθνικά δίκαια που χρησιμοποιούνται για τη θέσπιση κινήτρων για έγκαιρη υπαγωγή στην πτωχευτική διαδικασία αλλά και για την τιμωρία σε περίπτωση καθυστέρησης ή μη υπαγωγής, ο μηχανισμός ευθύνης του Αρ. 98 παρ.1 ΠτΚ, λειτουργεί κυρίως προληπτικά: αντιμετωπίζονται τα αντίστροφα κίνητρα των μετόχων-διοικητών που δημιουργούνται κατά την κρίση της εταιρείας, επιβάλλοντας προσωπική ευθύνη στους διοικητές και λειτουργούν ως αντικίνητρο για τη συνέχιση της αφρέγγυας εταιρείας εις βάρος των πιστωτών. Επιπλέον με το μηχανισμό καθιερώνεται αποζημίωση για τον επιπλέον κίνδυνο που μετακυλίεται στους εταιρικούς πιστωτές φροντίζει για την κατά δυνατόν πληρέστερη ικανοποίηση των απαιτήσεών τους⁶⁴.

⁶¹ Λ.Κοκκίνης "Ο νόμιμος λόγος λόγος ευθύνης στην παρέλκυση της πτώχευσης" ΔΕΕ 1/2009, σελ .41

⁶² Ε.Περάκης, ό.π. σελ.385

⁶³ Για παράδειγμα εσφαλμένη γνωμάτευση εταιρικού ελεγκτή

⁶⁴ Σ. Φράστανλης "Other peoples' money και προστασία των εταιρικών πιστωτών» ΔΕΕ 5/2011, σελ 559

1.2 Η εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στην εταιρεία με οικονομική δυσχέρεια

Κατά κανόνα η αφερεγγυότητα αντιμετωπίζεται όταν επέλθει, ωστόσο το τίμημα για τη λήψη των σχετικών μέτρων από την εταιρεία κατά συγκεκριμένο χρονικό σημείο είναι ήδη μεγάλο. Είναι πολύ πιθανό μέχρι τότε να έχει ήδη απολέσει την πελατεία της μαζί με την εμπιστοσύνη των τρίτων όσον αφορά τη συνέπεια της, θέσεις εργασίας ήδη θα έχουν χαθεί, ενώ η αξία και οι προοπτικές της επιχείρησης θα εμφανίζονται δυσοίωνες. Καθίσταται, λοιπόν, προφανές πως είναι προτιμητέα η πρόληψη της αφερεγγυότητας, ως παθολογικής κατάστασης και πολύ περισσότερο της πτώχευσης, ως τρόπου αντιμετώπισης της, όσο βέβαια αυτό επιτρέπεται από τις επικρατούσες για την εταιρεία συνθήκες⁶⁵. Ένας συνδυασμός κανόνων όπως οι κανόνες εποπτείας ορισμένων επιχειρήσεων (ιδίως εκείνων του χρηματοπιστωτικού τομέα), το ασφαλιστικό δίκαιο, η χρήση χρηματοοικονομικών μέσων αντιστάθμισης κινδύνων, η λήψη ασφαλειών οι κανόνες του εταιρικού δικαίου αλλά και η συνετή διαχείριση, μπορούν να συντελέσουν στην αποτροπή τη πτώχευσης.

1.2.1 Το πλαίσιο για την εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στην προβληματική εταιρεία

1.2.1.1 Η διαφοροποίηση των σκοπών της διοίκησης πριν και μετά την εμφάνιση δειγμάτων αφερεγγυότητας

Όπως αναλύθηκε και ανωτέρω ο εταιρικός βίος διαμορφώνεται από τις συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των διαφορετικών ομάδων των συμμετεχόντων σε μια εταιρεία (μέτοχοι και διοικούντες) αλλά και όσων επηρεάζονται από τη δραστηριότητα της (πιστωτές και stakeholders). Οι συγκρούσεις αυτές πηγάζουν από τον πυρήνα της λειτουργίας μιας εταιρείας που δεν είναι άλλος από την ανάθεση της μέριμνας για τη διαχείριση ξένων συμφερόντων (θεωρία της αντιπροσώπευσης). Παρά το γεγονός πως η θεωρία αυτή περιγράφει τις σχέσεις μεταξύ μετόχων (principals) και διοικητών (agents), αντίστοιχη σχέση “εμπιστοσύνης” για την εκπλήρωση και την εξυπηρέτηση συγκεκριμένων συμφερόντων υφίσταται μεταξύ της ίδιας της εταιρείας και των τρίτων σε σχέση με το νομικό πρόσωπο (stakeholders), ήτοι των εργαζομένων σε αυτή, των συναλλασσομένων με αυτή και κυρίως των πιστωτών της.

⁶⁵ Ε.Περάκης «Πτωχευτικό Δίκαιο», Νομική Βιβλιοθήκη 2017, σελ 45

Παρατηρείται λοιπόν μια διευρυμένη εφαρμογή της θεωρίας της αντιπροσώπευσης, πέρα από το δίπτυχο συγκρουόμενων συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διοικητών, που αφορά κατά περίπτωση τις σχέσεις μετόχων πλειοψηφίας-μειοψηφίας⁶⁶, μετόχων-εργαζομένων στην εταιρεία, των προμηθευτών της και γενικότερα των εξαρτόμενων από τη δραστηριότητα της εταιρείας (stakeholders) και τέλος τις σχέσεις μεταξύ μετόχων και εταιρικών πιστωτών εφόσον η εταιρεία προσεγγίζει ή έχει ήδη ειδελθεί σε κατάσταση αφερεγγυότητας. Εν προκειμένω εξετάζεται η τελευταία περίπτωση, η οποία μάλιστα οδηγεί και σε μεταβολή του σκοπού της εταιρείας μέσω της αντίστοιχης πρόταξης των συμφερόντων των πιστωτών.

Τα συμφέροντα των μετόχων και των δανειστών συγκρούονται, ουσιαστικά, σε κάθε συναλλαγή που φέρνει κέρδη στην εταιρεία αλλά συνοδεύεται παράλληλα και από την ανάληψη πρόσθετων κινδύνων. Η μειονεκτική θέση των δανειστών εντοπίζεται στη σκληρή –για τους ίδιους– συναλλακτική πραγματικότητα της αγοράς την οποία οφείλουν να γνωρίζουν αυτό και να την αποδέχονται: συμμετέχουν μεν στον κίνδυνων των συναλλακτικών «ανοιγμάτων» της εταιρείας χωρίς όμως να έχουν και μερίδιο στα κέρδη που θα εισρεύσουν σε αυτήν⁶⁷. Γι αυτό το λόγο, ειδικά όταν η εταιρεία πλησιάζει την αφερεγγυότητα, οι πιστωτές προτιμούν συντηρητικές επιλογές από το ΔΣ σε αντίθεση με τους μετόχους που υποστηρίζουν τις πλέον ριψοκίνδυνες επενδύσεις από τους διαχειριστές, εκμεταλλευόμενοι το θεμσό του περιορισμού της ευθύνης. Ανάμεσα σε αυτή την ανισομερή κατανομή κινδύνων και κερδών μεταξύ των δύο πλευρών τα μέλη του ΔΣ καλούνται να χαράξουν μια συγκεκριμένη στρατηγική για την εταιρεία, αναλόγως πάντα την οικονομική κατάσταση στην οποία βρίσκεται το ίδιο το νομικό πρόσωπο. Βασική αρχή για τα μέλη του ΔΣ αποτελεί η προάσπιση του εταιρικού συμφέροντος και κατ'επέκταση του συμφέροντος των μετόχων, τουλάχιστον όσο η ίδια η εταιρεία είναι φερέγγυα. Όταν όμως η εταιρεία τείνει προς την αφερεγγυότητα το κέντρο βάρους των αποφάσεων μετατοπίζεται *de facto* προς το συμφέρον των δανειστών, υπό την προϋπόθεση πάντα της ορθής εφαρμογής του κανόνα της επιχειρηματικής κρίσης. Οι πιστωτές της εταιρείας αντιμετωπίζονται ως «απομένοντες ιδιοκτήτες» (residual owners) της εταιρείας όταν αυτή καταστεί αφερέγγυα και το δικό τους «απομένον συμφέρον» (residual interest) οφείλουν να εξυπηρετούν τα μέλη του ΔΣ της εταιρείας, εφαρμόζοντας αποφάσεις χωρίς ιδιαίτερο ρίσκο αλλά παράλληλα επιδιώκοντας επιχειρηματικές ευακρίες προς όφελος της εταιρείας⁶⁸. Βέβαια ακόμα και σε αυτή την περίπτωση εξυπηρέτησης των συμφερόντων των πιστωτών τίθεται το θέμα της σύγκρουσης των συμφερόντων διαφορετικών πιστωτών στην ίδια κατηγορία και ο εντοπισμός αυτών των οποίων η εξυπηρέτηση από την επιχειρηματική δραστηριότητα θα φέρει καλύτερα αποτελέσματα και για την ίδια την εταιρεία⁶⁹.

⁶⁶ Ε.Περάκης ό.π. σελ 364,

⁶⁷ Χ.Αποστολόπουλος, ό.π. σελ 68

⁶⁸ Χ.Αποστολόπουλος, ό.π. σελ 69

⁶⁹ L. M. Lopucki "The myth of the residual owner: An empirical study" Washington University Law Review 2004, Volume 82, Issue 4 p.1343 και R. K. Rasmussen «The search for Hercules: residual owners, directors, and corporate governance in chapter 11» Washington University Law Review 2004, Volume 82, Issue 4 p.1445

Το σύστημα των κεφαλαιουχικών εταιρειών παραμένει, καταρχήν, προσανατολισμένο στην υποχρέωση των διοικούντων για επιμελή διαχείριση έναντι του νομικού προσώπου της εταιρείας, συμβαδίζοντας με τα συμφέροντα των δανειστών καθώς η επιβίωση του νομικού προσώπου με τη θωράκιση της βιωσιμότητας της εταιρικής επιχείρησης και την επάυξη της απόδοσής της, είναι επωφελής και για τους εταιρικούς δανειστές. Σε αυτή την περίπτωση, λοιπόν, οι εταιρικοί δανειστές δεν δικαιούνται προτεραιότητας στις επιχειρηματικές επιλογές, και το εταιρικό συμφέρον ταυτίζεται με την έννοια του συμφέροντος του νομικού προσώπου⁷⁰.

Με την είσοδο, ωστόσο, της εταιρείας στη σφαίρα της αφερεγγυότητας, η λειτουργία της εταιρικής διαχείρισης δε συνίσταται πλέον στην εξυπηρέτηση της εταιρείας και των ενδοεταιρικών συμφερόντων αλλά στην ικανοποίηση των δανειστών και των συμφερόντων αυτών. Πρόκειται για μια λογική επιλογή του πτωχευτικού νομοθέτη, καθώς όσο η εταιρεία είναι φερέγγυα, οι μέτοχοί της φέρουν τον κίνδυνο του μηδενισμού της αξίας της συμμετοχής τους σε αυτή ενώ με την είσοδο της εταιρείας σε κατάσταση αφερεγγυότητας δεν αναλαμβάνουν κανένα νεό κίνδυνο, λόγω της αρχής του περιορισμού της ευθύνης. Ιδίως δε, κατά το χρόνο παύσης πληρωμών, η περιουσία που διαχειρίζονται οι διοικούντες την εταιρεία δεν ανήκει πια στους μετόχους, αλλά στους υφιστάμενους, στο σημείο εκείνο, δανειστές και από αυτή πρόκειται να ικανοποιηθούν οι απαιτήσεις τους.

Το εταιρικό συμφέρον, λοιπόν, αναπροσαρμόζει τον προσανατολισμό του από την προστασία των μετόχων (shareholder - oriented) στην προστασία των πιστωτών (stakeholder - oriented) υπέρ όλων των συναλλασσομένων με την εταιρεία που έχουν απαιτήσεις σε βάρος της, επιδιώκοντας την αποφυγή, αφενός του καιροσκοπισμού εκ μέρους των μετόχων και της διοίκησης και αφετέρου του δημιουργούμενου ανταγωνιστικού περιβάλλοντος για την ικανοποίηση των ατομικών αξιώσεων των δανειστών έναντι της εταιρείας⁷¹.

1.2.1.1.1 Διαφοροποίηση υποχρεώσεων διοικητών

Οι υποχρεώσεις των διοικητών υφίστανται πάντοτε έναντι της εταιρείας, σε αντίθεση με τους μετόχους και τους πιστωτές της. Σε καιρούς εταιρικής ευημερίας, τα συμφέροντα μεταξύ εταιρικών διοικητών /μετόχων και των εταιρικών πιστωτών ταυτίζονται, grosso modo, και αυτή η ταύτιση καθιστά αποδεκτή από όλες τις πλευρές την ανάγκη ύπαρξης ευρύτατου πεδίου επιχειρηματικής ελευθερίας προκειμένου να αναλαμβάνονται ευχερώς οι επιχειρηματικοί κίνδυνοι εξασφαλίζοντας έτσι την εξυπηρέτηση των εταιρικών

⁷⁰ Λ.Κοκκίνης «Εταιρικό συμφέρον» και διοικούντες μη «εισηγμένης» ανώνυμης εταιρίας, ΕΕμπΔ 2003, σελ 558 και «Ο νόμιμος λόγος λόγος ευθύνης στην παρέλκυση της πτώχευσης» ΔΕΕ 1/2009, σελ .41, Χ. Αποστολόπουλος ό.π. σελ. 70

⁷¹ Χ.Αποστολόπουλος, ό.π. σελ 69

υποχρεώσεων. Αντιθέτως, όταν η εταιρεία εισέλθει σε κρίση και αρχίσει να προσεγγίζει την αφερεγγυότητα (vicinity of insolvency) οι υποχρεώσεις παραμένουν έναντι της εταιρείας, τα συμφέροντα ωστόσο μετόχων και πιστωτών διαφοροποιούνται. η εμπιστοσύνη στην επιχειρηματική κρίση διαρρηγνύεται: οι εταιρικοί πιστωτές τάσσονται υπέρ του δραστικού περιορισμού της επιχειρηματικής ελευθερίας, λόγω αντιτιθέμενων συμφερόντων⁷².

Η αλλαγή ρότας στον εταιρικό σκοπό με την περιέλευση της εταιρείας σε κατάσταση της αφερεγγυότητας, επηρεάζει, όπως είναι αναμενόμενο, και τον τρόπο άσκησης της διοίκησης από τα μέλη του αρμόδιου οργάνου. Στο νέο σύστημα της πτωχευτικής διακυβέρνησης (bankruptcy governance system)⁷³, η διοίκηση της εταιρείας έχει ευθύνες σε μεγάλο βαθμό έναντι των πιστωτών όπως αυτό αποτυπώνεται και στις διατάξεις του Πτωχευτικού Κώδικα που αφορούν την αστική ευθύνη των διοικητών για πρόκληση αφερεγγυότητας ή παρέλκυση κήρυξης της εταιρείας σε πτώχευση (Άρ 98 ΠτΚ)⁷⁴. Υπό τις συνθήκες αυτές η υποχρέωση των διοικητών να δρουν προς όφελος της εταιρείας απαιτεί αξιολόγηση των επιπτώσεων (impact assessment) προς τους εταιρικούς πιστωτές, για κάθε συγκεκριμένη πράξη ή απόφαση, συμπεριλαμβανομένης της ανάλυσης για το αν πιθανολογείται η ενίσχυση ή η διακινδύνευση της ικανότητας της εταιρείας να ικανοποιήσει τις υποχρεώσεις της⁷⁵.

Σε κάθε περίπτωση καταλήγουμε ότι όσο η επιχείρηση εισέρχεται σε κατάσταση κρίσης, τόσο περισσότερο καθίσταται η υποχρέωση των διοικητών να λαμβάνουν υπόψη τα συμφέροντα των δανειστών ακόμα και αν οι βασικοί εταίροι εκφράζουν αντιρρήσεις. Κρίνεται λοιπόν απαραίτητη η θέσπιση κανόνων στο πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης που θα καθορίζουν τη συμπεριφορά των διοικητών, πιθανώς και των εταίρων, σε περίοδο κρίσης της εταιρείας⁷⁶.

1.2.1.1.2 Το (χρονικό) πεδίο εφαρμογής των κανόνων της εταιρικής διακυβέρνησης για την εξυγίανση της επιχείρησης

Μπορεί ο σκοπός της διοίκησης να μεταβάλλεται με την προσέγγιση της αφερεγγυότητας, ωστόσο αυτό δε συνεπάγεται και στεγανοποίηση μεταξύ των μέσων προστασίας της περιουσίας του νομικού προσώπου αλλά και όσων συναλλάσσονται με αυτό ή επηρεάζονται από τη δραστηριότητα του (stakeholders)⁷⁷. Οι κανόνες τόσο του εταιρικού δικαίου (κανόνες προστασίας του εταιρικού κεφαλαίου και η εσωτερική ευθύνη

⁷² ΓΔ Τριανταφυλλάκης “Ευθύνη για πρόκληση αφερεγγυότητας- Εταιρικό και πτωχευτικό Δίκαιο”, ΕπεμπΔ 2010 σελ.813

⁷³ Ε.Περάκης, ό.π. σελ.364

⁷⁴ Βλ. Ανωτέρω Ενότητα Α.1.2

⁷⁵ F. Drescher, “*Insolvency Timing and Managerial Decision-Making*”, Springer Fachmedien Wiesbaden 2014 σελ.9

⁷⁶ ΝΚ Ρόκας “Ευθύνη για παρέλκυση της πτώχευσης”, ΕΕμπΔ 2008 σελ.1

⁷⁷ Ε.Περάκης, ό.π. σελ.365

ων διοικητών) όσο και του πτωχευτικού δικαίου (εξωτερική ευθύνη των διοικητών έναντι πιστωτών) συμπληρωματικά στους πρώτους όταν αυτοί ως μέσα προστασίας δεν έχουν επίδραση, συγκροτούν ένα συνολικό σύστημα προστασίας των εταιρικών πιστωτών καθ' όλη τη διάρκεια της επιχείρησης⁷⁸.

Δεδομένου λοιπόν ότι οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης αποτελούν εταιρικό δίκαιο δεν θα μπορούσαν παρά να εφαρμόζονται για την περίοδο εκείνη κατά την οποία η εταιρεία είναι φερέγγυα και λειτουργεί ομαλά, συμβάλλοντας στη σωστή λειτουργία της, στο πλαίσιο της εξυπηρέτησης του εταιρικού σκοπού και των συμφερόντων των μετόχων, όπως έχει ήδη αναλυθεί. Το ερώτημα ωστόσο που ανακύπτει είναι ο προσδιορισμός του χρονικού σημείου κατά το οποίο οι κανόνες αυτοί παύουν να εφαρμόζονται με σκοπό την ενίσχυση της εταιρικής λειτουργικότητας και της διαφάνειας υπέρ της αύξησης της κερδοφορίας και στρέφονται πλέον στην εσωτερική αναδιοργάνωση της εταιρείας, που θα οδηγήσει σε καλύτερη διαχείριση και λειτουργία προς ικανοποίηση των συμφερόντων των δανειστών της, άρα και στην επιβίωση της. Έτσι ενώ αρχικά σημείο αναφοράς για τη διαφοροποίηση του προστατευτέου συμφέροντος κατά τα αναλυθέντα, αποτελούσε το χρονικό σημείο της επέλευσης για την εταιρεία της παύσης πληρωμών, γίνεται πλέον δεκτό ότι ακόμα και στην περίοδο πριν την αφερεγγυότητα αλλά και καθ' οδόν προς αυτή, όταν εμφανιστούν οι ενδείξεις ότι η εταιρεία οδεύει προς την αφερεγγυότητα, η κατεύθυνση της διοίκησης αποβλέπει κατά κύριο λόγο όχι στην προστασία των συμφερόντων των μετόχων αλλά στην προστασία του συμφέροντος των πιστωτών⁷⁹. Εξάλλου, οι θεωρήσεις ιδίως του αγγλοσαξονικού δικαίου, όπου η νομολογία αναγνωρίζει στο πρόσωπο των διοικητών υποχρεώσεις διαφύλαξης των συμφερόντων των εταιρικών πιστωτών (fiduciary duties), όχι μόνο όταν η εταιρεία έχει περιέλθει στο πεδίο της πτώχευσης αλλά μόλις βρεθεί στα πρόθυρα της (in the vicinity of insolvency).

Ο προσδιορισμός ωστόσο αυτού του χρονικού σημείου, η αναγνώριση δηλαδή της εισόδου σε κρίση της εταιρείας αποτελεί ένα από τα πιο αμφισβητούμενα προβλήματα. Κατά καιρούς έχουν επιχειρηθεί διάφορες προσεγγίσεις, άλλες οικονομικές άλλες νομικές, όσον αφορά τον προσδιορισμό του εν λόγω χρονικού σημείου. Κατά μία άποψη «όταν η επιχείρηση εταιρεία επιδεινώνεται σε σημείο, που δεν μπορεί να εκπληρώσει τις οικονομικές της υποχρεώσεις, λέγεται ότι η επιχείρηση εισήλθε σε κατάσταση οικονομικής δυσχέρειας (financial distress). Σε αυτή την περίπτωση τα πρώτα σημάδια κινδύνου είναι συνήθως συμπεριφορές αθέτησης στην αποπληρωμή οφειλών, οι οποίες συνδυάζονται με την παράλειψη ή τη μείωση των μερισμάτων⁸⁰. Κατ' άλλη –λογιστική– προσέγγιση, η είσοδος της εταιρείας σε κατάσταση οικονομικής δυσπραγίας εντοπίζεται κατά το πρώτο έτος με ταμειακές ροές μικρότερες από το μακροπρόθεσμο χρέος των

⁷⁸ Σ. Φράστανλης, ό.π. σελ 559

⁷⁹ Γ. Σιγανίδης «Οι υποχρεώσεις της διοίκησης της ανώνυμης εταιρείας πριν και μετά την εμφάνιση ενδείξεων επερχόμενης αφερεγγυότητας» ΔΕΕ 6/2015, σελ. 608

⁸⁰ C. Baldwin, M. Scott 'The resolution of claims in financial distress: the case of Massey Ferguson', Journal of Finance, Vol. 38, 1983 p.505

τρεχουσών λήξεων (cash flows)⁸¹, καθώς όσο η ρευστότητα της εταιρείας υπερβαίνει παρούσες οφειλές η αποπληρωμή των δανειστών είναι εφικτή.

Την πληρέστερη προσέγγιση ωστόσο για τη γενική αίσθηση των συναλλαγών ως προς την έκφανση της αφερεγγυότητας αποδίδει⁸² το -καταργηθέν- άρθρο §32a Abs1 γερμ.GmbHG, σύμφωνα με το οποίο η κρίση της εταιρείας εντοπίζεται στο σημείο κατά το οποίο, οι εταίροι της θα έπρεπε εξαιτίας της υπερχρέωσης να την έχουν ενισχύσει κεφαλαιακά, ενώ παράλληλα οι τρίτοι δε θα χορηγούσαν σε αυτή πίστωση με το σύνηθες για την αγορά επιτόκιο. Η απαρχή της αφερεγγυότητας, σύμφωνα με την άποψη αυτή, ταυτίζεται με τη λογιστική της υπερχρέωσης, δηλαδή όταν η καθαρή θέση (άθροισμα μετοχικού κεφαλαίου και αποθεματικών) της εταιρείας υπολείπεται του μεγέθους των υποχρεώσεών της, όπως αυτές αποτυπώνονται στον ισολογισμό της.

Η εν λόγω αντίληψη αποτυπώνεται και στο ελληνικό δίκαιο, με τα λογιστικά κριτήρια που αποτυπώνονται στις διατάξεις του ΚΝ 2190/1920. Συγκεκριμένα στο Άρ.44^α προβλέπεται ουσιαστικά η κάλυψη των ζημιών της εταιρείας από τα ίδια κεφάλαια καθώς, βάσει της παρ.1 του άρθρου, απαγορεύεται οποιαδήποτε διανομή μερίσματος στους μετόχους εφόσον *«κατά την ημερομηνία λήξης της τελευταίας χρήσης, το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας, [...] είναι η μετά από τη διανομή αυτή θα γίνει κατώτερο από το ποσό του μετοχικού κεφαλαίου, προσαυξημένου με τα αποθεματικά»*.

Σε περίπτωση κλιμάκωσης της κρίσης της εταιρείας και συγκεκριμένα σε περίπτωση που το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας μειωθεί σε πόσο χαμηλότερο από το μισό (1/2) του μετοχικού κεφαλαίου, σύμφωνα με το Άρ. 47 το ΔΣ υποχρεούται να συγκαλέσει τη Γενική Συνέλευση, εντός έξι μηνών από τη λήξη της χρήσης, στη οποία πρόκειται να κριθεί και το μέλλον της εταιρείας: οι μέτοχοι θα αποφασίσουν για το αν η εταιρεία θα προβεί στην υιοθέτηση συγκεκριμένων μέτρων για τη διάσωση της εταιρείας (εσωτερική αναδιάρθρωση, χρηματοδότηση, υπαγωγή στις συλλογικές διαδικασίες του Πτωχευτικού Κώδικα) ή αν θα εκκινηθούν οι διαδικασίες για τη λύση και την εκκαθάριση της. Ουσιαστικά σε αυτό το σημείο έχει αρχίσει και η περίοδος κατά την οποία η εταιρεία ήδη εμφανίζεται ασυνεπής στην εξυπηρέτηση των υποχρεώσεων απέναντι στους δανειστές της, δηλαδή η περίοδος επαπειλούμενης αφερεγγυότητας ή επαπειλούμενης αδυναμίας εκπλήρωσης οφειλών, σύμφωνα με το νέο όρο που θέτει ο πρόσφατος νόμος 4446/2016⁸³.

Τέλος, εάν η εταιρεία συνεχίζει τη δραστηριότητά της αλλά τα μέτρα που ελήφθησαν για τη βελτίωση της θέσης δεν έχουν αποδώσει τα αναμενόμενα αποτελέσματα τότε πρακτικά αυτό συνεπάγεται και περαιτέρω μείωση της περιουσίας της, για την εξυπηρέτηση των οφειλών της. Στην περίπτωση αυτή και εφόσον τα ίδια κεφάλαια υπολείπονται του 1/10 του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, ο νομοθέτης στο Άρ. 48

⁸¹ R.B. Whitaker, 'The early stages of financial distress', Journal of Economics and Finance, Vol. 23, No. 2, 1999 pp.123–133.

⁸² Γ.Δ.Τριανταφυλλάκης «Η αντιμετώπιση της αφερεγγυότητας ως υποχρέωση του οφειλέτη», Πρακτικά 23^{ου} Πανελληνίου Συνεδρίου Εμπορικόλογων, Νομική Βιβλιοθήκη 2013, σελ. 32.

⁸³ Γ.Δ.Τριανταφυλλάκης, ό.π. σελ 33

του ΚΝ 2190/1920, κρίνοντας πως η οντότητα ενδεχομένως ζημιώνει ήδη τους συναλλασσομένους με αυτή, παρέχει τη δυνατότητα για ανάκληση της εταιρείας. Μετά και από αυτό στάδιο ακολουθεί για την εται

Η συγκεκριμένη περίοδος ή άλλως περίοδος επαπειλούμενης αφερεγγυότητας της εταιρείας διαρκεί περίπου 2 χρόνια, με εμπειρικές μελέτες να την διακρίνουν σε 3 χρονικές υποδιαίρεσεις⁸⁴:

1. Η πρώτη υποπερίοδος της λανθάνουσας κρίσης της εταιρείας που περιλαμβάνει περικοπές δαπανών και συνήθως την παύση δραστηριοτήτων σε συγκεκριμένους τομείς διαρκεί περίπου 385 ημέρες
2. Στη συνέχεια, οι επόμενοι 6 μήνες περίπου (179 για την ακρίβεια) αποτελούν το διάστημα κατά το οποίο η κρίση γίνεται πιο εμφανής και κατά συνέπεια εφαρμόζονται από την εταιρεία πιο δραστικά μέτρα για την ανάκτηση της ρευστότητάς της
3. Το τελευταίο διάστημα των 53 ημερών δεν είναι παρά μέρες αγωνίας για την τελική έκβαση της κρίσης της εταιρείας

Επίσης έχουν διατυπωθεί και οι απόψεις που αποσυνδέουν τη δυσπραγία της εταιρείας με την αφερεγγυότητά της και την τοποθετούν αρκετά νωρίτερα: η δυσπραγία στη, φερέγγυα κατά τ' άλλα, εταιρεία μπορεί να εμφανιστεί μετά από μια περίοδο με σειρά αρνητικών οικονομικών συνθηκών και σωρευτικά κακής εταιρικής διαχείρισης με ζημιογόνα αποτελέσματα⁸⁵.

Στο ελληνικό δίκαιο, ωστόσο, μετά και τον πρόσφατο νόμο⁸⁶ 4446/2016 και την αποδικαστηριοποίηση της διαδικασίας εξυγίανσης και την υποβολή απευθείας του σχεδίου εξυγίανσης της επιχείρησης του οφειλέτη, είναι εφικτή η εφαρμογή των αναδιοργανωτικών κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης και σε αυτό το χρονικό σημείο. Συγκεκριμένα, με την κατάργηση της τυπικής προπρωχευτικής διαδικασία εξυγίανσης, και την απάλειψη του προσταδίου του δικαστικού ανοίγματος της διαδικασίας και των οργάνων της (Αρ.100 επόμ. ΠτΚ) κατατίθεται απευθείας το συμφωνημένο με τους πιστωτές σχέδιο εξυγίανσης της επιχείρησης. Δεδομένου μάλιστα ότι στο σχέδιο περιλαμβάνεται το σύνολο των συμφωνημένων, μεταξύ οφειλέτη και πιστωτών, ενεργειών και βημάτων που θα ακολουθήσει η επιχείρηση προκειμένου να επαναφέρει τη φερεγγυότητά της, οι συμφωνημένοι κανόνες για την εταιρική, δομική αναδιοργάνωση θα μπορούσαν να αποτελέσουν ιδανικό συμπλήρωμα στους τεχνικούς όρους για τη διαχείριση της περιουσίας του οφειλέτη από εκείνο το σημείο κι έπειτα και σίγουρα θα προσέδιδαν επιπλέον κίνητρο για τους πιστωτές αλλά και το δικαστήριο που στη συνέχεια θα επικυρώσει την αίτηση, ώστε να πεισθούν από τις προθέσεις του οφειλέτη για ουσιαστική επανεκκίνηση της επιχείρησης τους και εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων του μέσω μιας εταιρείας με διαφανή λειτουργία.

⁸⁴ Γ.Δ.Τριανταφυλλάκης, ό.π. σελ 32

⁸⁵ J.E. Boritz, «The "Going Concern" Assumption: Accounting and Auditing Implications», Contemporary Account Research Volume 10, Issue 2 Spring 1994, Pages 787-792

⁸⁶ Γ.Ν. Μιχαλόπουλος «Η νέα πτωχευτική νομοθεσία» 4^η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη 2016, σελ.10

Καταλήγουμε συνεπώς, πως η εφαρμογή κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης για την εσωτερική αναδιοργάνωση της οφειλέτριας εταιρείας μπορεί να εφαρμοστεί

1. στη φερέγγυα ακόμα εταιρεία η οποία αρχίζει να εμφανίζει σημεία κάμψης στην απόδοση της για προληπτικούς λόγους (going concern)
2. στη φερέγγυα εταιρεία η οποία ήδη αντιμετωπίζει οικονομικές δυσχέρειες όπως αναλύθηκαν και ανωτέρω και αποσκοπεί στη ανατροπή της υπάρχουσας κατάστασης με εσωτερική αναδιοργάνωση και επανεκκίνηση της δραστηριότητάς της
3. στην εταιρεία με επαπειλούμενη αδυναμία εκπλήρωσης
4. στην αφερέγγυα εταιρεία στο πλαίσιο του σχεδίου εξυγίανσης κατά τη νέα διαδικασία του Πτωχευτικού Κώδικα (Άρ.99 επόμ.) με τη συναίνεση των πιστωτών

1.2.2 Η σύνδεση της αναδιοργάνωσης της επιχείρησης με τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης

Η οικονομική κρίση έδωσε το έναυσμα για την υιοθέτηση νέων σκέψεων και προβληματισμών στο πλαίσιο της οργάνωσης της διοίκησης της εταιρείας και συγκεκριμένα της εταιρικής διακυβέρνησης. Η ανεπαρκής εφαρμογή κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης θεωρήθηκε από πολλούς η αιτία ως η αιτία που συνέβαλε στην κρίση. Σημαντικοί παράγοντες που οδήγησαν στην επιδείνωση της κρίσης θεωρήθηκαν οι υπέρογκες αμοιβές των διοικητικών στελεχών, οι ριψοκίνδυνοι χειρισμοί του ΔΣ και η λανθασμένη διαχείριση κινδύνων⁸⁷.

Είναι χαρακτηριστικό μάλιστα, πως σε μελέτη⁸⁸ για τον εντοπισμό των αιτιών περιέλευσης σε αφερεγγυότητα 20 μεγάλων επιχειρήσεων από το 2000 και μετά, συμπεριλαμβανομένων των Enron, AIG, Northern Rock, Independent Insurance, το συμπέρασμα ήταν ότι το η ανικανότητα, η συμπεριφορά και η στάση των μελών των ΔΣ των εταιρειών αυτών αποτέλεσαν κρίσιμους παράγοντες στην καθοδική πορεία μέχρι την καταστροφή τους⁸⁹. Είναι χαρακτηριστικό, πως οι αδυναμίες των εταιρειών αυτών προέκυπταν από συγκεκριμένες περιοχές κινδύνου, εκ των οποίων οι περισσότερες εμπίπτουν στο πεδίο που αφορούν οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης. Ενδεικτικά αναφέρονται: η μη επαρκής ενασχόληση του ΔΣ με την αντιμετώπιση του κινδύνου της εταιρικής φήμης, η ύπαρξη ελλείματος στην επικοινωνία και την πληροφόρηση των

⁸⁷ Α.Μικρουλέα «Όρια Δράσης και Ευθύνη των Εταιρικών Διοικήτων» Νομική Βιβλιοθήκη 2013, σελ 301

⁸⁸ Cass Business School on behalf of Airmic sponsored by Crawford and Lockton "Roads to ruin, a study of major risk events: their origin, impact and implications", 2001

⁸⁹ Α.Οικονόμου «Προφύλαξη από την αφερεγγυότητα, διαχείριση κινδύνων και εταιρική διακυβέρνηση», Πρακτικά 23^{ου} Πανελληνίου Συνεδρίου Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη 2013, σελ.60

μελών του ΔΣ με παρεπόμενη την κακή διαχείριση σύνθετων συναλλαγών (ιδίως εξαγορών) και η παροχή ανεπίτρεπτων κινήτρων ρητών και σιωπηρών στα μέλη του διοικητικού οργάνου

1.2.2.1 Επιχειρήσεις χωρίς εταιρική διακυβέρνηση – συγκεντρωτική διοίκηση

Σε προηγούμενη ενότητα αναλύθηκαν οι τύποι και χαρακτηριστικά των αποφάσεων ενός ΔΣ, οι οποίες είναι πολύ πιθανό να ζημιώσουν την εταιρεία και πολύ περισσότερο αν την οδηγήσουν σε κατάσταση υποαπόδοσης και εν τέλει αδυναμίας στην εξυπηρέτηση των υποχρεώσεων της. Σε αυτές της περιπτώσεις η προβλεπόμενη «άμυνα» των ζημιωθέντων έναντι των μελών του διοικητικού οργάνου είναι αντίστοιχη και της δημιουργούμενης ευθύνης των διοικητών, εσωτερικής ή εξωτερικής αναλόγως αν η εταιρεία παραμένει συνεπής στην εξυπηρέτηση των οφειλών της όχι. Ωστόσο, για την αναζήτηση των λόγων που οδηγούν σε εσφαλμένες αποφάσεις, πέρα από το κριτήριο της επιχειρηματικής κρίσης που καθιερώνεται στο άρθρο 22^α του ΚΝ 2190/1920, είναι σημαντικό να αναζητηθεί η ενδεχόμενη απουσία κατάλληλης οργανωτικής δομής στη διοίκηση της εταιρείας που να επιτρέπει την εποπτεία της δραστηριότητας των διοικούντων και να ασκεί το σχετικό έλεγχο στις αποφάσεις των μελών του ΔΣ, δεδομένης της επιρροής των προσώπων αυτών στην απόδοση της εταιρείας.

Η επιρροή αυτή των διοικούντων την εταιρεία, συμπεριλαμβανομένων και των ανώτερων διευθυντικών στελεχών, μπορεί να είναι άμεση μέσω της απευθείας διαχείρισης της εταιρείας (boards monitoring management) ή έμμεση μέσω της ανάθεσης των σχετικών αρμοδιοτήτων σε συγκεκριμένο πρόσωπο, τον διευθύνοντα σύμβουλο (CEO) της εταιρείας. Σύμφωνα με σχετικές μελέτες η επιρροή, αρνητική ή θετική, του μοντέλου διοίκησης μιας εταιρείας κρίνεται από συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της διοικητικής οργάνωσης⁹⁰:

1. Την ηγεσία του ΔΣ- αναλόγως αν ο πρόεδρος του ΔΣ είναι εκτελεστικό μέλος ή όχι
2. Τη σύνθεση του ΔΣ- αν συμπεριλαμβάνονται δηλαδή μη εκτελεστικά
3. Το μέγεθος του ΔΣ- αναλόγως τον αριθμό των μελών που το απαρτίζουν

Με βάση συνδυασμούς των ανωτέρω χαρακτηριστικών, εφαρμόζονται και συγκεκριμένα μοντέλα διοίκησης, τα οποία ακολουθεί η εκάστοτε εταιρεία ανάλογα με το μέγεθος, τη δραστηριότητα, το συναλλακτικό περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται και τις ανάγκες της. Είναι αναμενόμενο λοιπόν, ο τρόπος οργάνωσης της εταιρικής διοίκησης να συνδέεται με την απόδοση της εταιρείας, την εμφάνιση οικονομικών

⁹⁰ MA Fox «Boards of Directors: The Influence of Board Size, Leadership and Composition on Corporate Financial Performance» Commerce Division, Discussion Paper No. 45, 1998

δυσχερειών και κατ' επέκταση με την ενδεχόμενη υπαγωγή της σε καθεστώς αφερεγγυότητας.

Έτσι έχει παρατηρηθεί σε περιόδους κρίσης, οι εταιρείες πραγματοποιούν «μηχανιστικές» αλλαγές στη δομή τους (mechanistic shift), με τις οποίες αυξάνεται η εξάρτηση του οργανισμού από τυπικές διαδικασίες και μειώνεται η ροή της πληροφόρησης από και προς τα διοικητικά στελέχη. Η συνηθέστερη συνέπεια αυτών των αλλαγών είναι η συγκέντρωση της εξουσίας (centralisation of authority)⁹¹. Σε αυτές τις περιπτώσεις ωστόσο, έχει παρατηρηθεί η μείωση της προσαρμοστικότητας της εταιρείας στα νέα δεδομένα, περιορίζοντας τις όποιες πιθανότητες για καινοτόμα οργανωτική αλλαγή στο εσωτερικό της, η οποία θα έθετε και τις βάσεις για το στρατηγικό επαναπροσανατολισμό της επιχείρησης⁹².

Συγκεκριμένα, οι διοικούντες αλληλεπιδρούν όλο και πιο έμμεσα με το περιβάλλον της εταιρείας, αναπτύσσοντας έτσι περιορισμένες εναλλακτικές λόγω της μειωμένης «κάθετης» επικοινωνίας και ενημέρωσης μεταξύ των στελεχών διαφόρων βαθμίδων. Βάσει μελετών που έχουν διεξαχθεί σε επιχειρήσεις που βρέθηκαν στο επίκεντρο του οικονομικού κυκλώνα προέκυψαν συγκεκριμένες αστοχίες κατά τη διαχείριση κινδύνων με βασικότερη την έλλειψη αποτελεσματικών μηχανισμών εσωτερικής ενημέρωσης⁹³. Ειδικότερα, διαπιστώθηκε ότι σε πολλές περιπτώσεις τα διοικητικά συμβούλια δεν ήταν σε γνώση σημαντικότερων στρατηγικών αποφάσεων που λαμβάνονταν σε κατώτερα κλιμάκια της εταιρικής κυριαρχίας, όπως για παράδειγμα αποφάσεων σχετικά με τη διατήρηση υψηλής έκθεσης της εταιρείας σε κινδύνους από σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα, ο βαθμός επικινδυνότητας των οποίων συχνά ήταν δύσκολα υπολογίσιμος⁹⁴.

Εκτός από την κάθετη ενημέρωση προβλήματα εντοπίστηκαν και στην «οριζόντια» ενημέρωση, ήτοι στην επικοινωνία και στο διάλογο μεταξύ των διαφόρων εμπλεκομένων στελεχών του management. Επιπλέον περιορισμένη είναι και η καθιέρωση διαδικασιών, γεγονός που παρεμποδίζει την εξεύρεση νέων λύσεων για την εταιρεία, που βρίσκεται ήδη σε τέλμα. Παρατηρείται λοιπόν ένα ζήτημα το οποίο έγκειται στην προβληματική της θεωρίας της αντιπροσώπευσης και καταδεικνύει το γεγονός πως οι εταιρείες που βρίσκονται σε παρατεταμένη οικονομική δυσχέρεια, είναι οντότητες που δεν διαθέτουν μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης, κρίνοντας από τη δομή και τη σύνθεση του ΔΣ. Η απουσία διοικητικών συμβουλίων με διακριτή δομή (εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη), με άσκηση κυρίαρχης εξουσίας (δηλαδή χωρίς την ύπαρξη εποπτείας) επιβαρύνει τους

⁹¹ CM Daily, DR Dalton "Corporate governance and the bankrupt firm: an empirical assessment. Strategic Management Journal, 15, 8, p.654

⁹² VL Barker III, MA Moore "Mechanistic Structure Shift and Strategic Reorientation in Declining Firms Attempting Turnarounds" *Human Relations*, Vol. 51, No. 10, 1998

⁹³ G.Kirkpatrick "The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis" OECD Steering Group on Corporate Governance 2009, p.5

⁹⁴ Γ.Σωτηρόπουλος «Οικονομική κρίση και εταιρική διακυβέρνηση» ΕΕμπΔ 2010, σελ.1

μετόχους της εταιρείας με δυσανάλογους κινδύνους κακοδιαχείρισης, ειδικά αν μέσω αυτής επιδιώκεται η διατήρηση του ισχύοντος status quo⁹⁵.

Η συνηθέστερη έκφανση της συγκεντρωτικής εξουσίας διαχείρισης της εταιρείας είναι η περίπτωση της «διπλής ηγεσία» τους διευθύνοντος συμβούλου (dual leadership ή CEO duality), όταν δηλαδή ο διευθύνων σύμβουλος της εταιρείας κατέχει επιπλέον και τη θέση του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου. Το μοντέλο αυτό οργάνωσης του ΔΣ θεωρείται πως υποθάλλει σοβαρά την ανεξαρτησία του ΔΣ, καθώς η εξουσία συγκεντρώνεται σε ένα άτομο, τον διευθύνοντα σύμβουλο, η αξιολόγηση (checking and balancing) του οποίου καθίσταται πρακτικά αδύνατη⁹⁶. Έχει διατυπωθεί, ωστόσο, η άποψη πως η συγκέντρωση εξουσιών στο πρόσωπο του διοικητικού συμβούλου δεν συνδέεται με την απόδοση της εταιρείας ή ακόμα κι ότι αυτό το μοντέλο διοίκησης ευνοεί τη λειτουργία της εταιρείας, καθώς έτσι καθίσταται σαφής η πηγή άσκησης της εξουσίας που θα είναι ενδεχομένως και υπόλογη για τις όποιες αποφάσεις της, ενώ η ύπαρξη ενός κεντρικού εκπροσώπου της εταιρείας δίνει την εικόνα ισχυρής και στιβαρής διοίκησης⁹⁷.

Η άποψη αυτή, ωστόσο, παραγνωρίζει το γεγονός πως το μοντέλο αυτό διοίκησης, δεν εγγυάται πως ο διευθύνων σύμβουλος δεν θα λειτουργεί πάντοτε υπέρ του εταιρικού συμφέροντος (και στη συνέχεια του συμφέροντος των πιστωτών). Τα στελέχη αυτά έχουν τις δικές τους προτεραιότητες, τη διατήρηση της εργασιακής του θέσης και ενίσχυσή της, οι οποίες μπορεί να επηρεάζουν εταιρικές αποφάσεις υπέρ επιλογών όπως η συνεχής επέκταση της εταιρείας, ενδεικτικά μέσω εξαγορών αλλά και υπέρ της -με κάθε κόστος- συντήρησης εν ζωή της εταιρείας, έναντι πιθανή υποβολής αίτησης πτώχευσης⁹⁸. Επιπλέον, χρησιμοποιούν συνήθως προς εξυπηρέτηση των ιδίων συμφερόντων τους πρακτικές ενρίζωσης, κυρίως μέσω της επιλογής επενδύσεων για τις οποίες διαθέτουν εξειδικευμένη γνώση και εμπειρία ή προνομιακή (ασύμμετρη) πληροφόρηση ώστε να καθιστούν ιδιαίτερα επαχθή για την εταιρεία την πιθανότητα αντικατάστασής τους⁹⁹.

Σε κάθε περίπτωση κρίνεται πως ένα άτομο μόνο του δεν μπορεί να ανταποκριθεί αποτελεσματικά σε δύο νευραλγικές, για την πορεία της εταιρείας, θέσεις με διακριτό μεταξύ τους πεδίο¹⁰⁰: Ο διευθύνων σύμβουλος είναι επιφορτισμένος με την καθημερινή διαχείριση της εταιρείας, ενώ αντίθετα η θέση του προέδρου του ΔΣ συνοδεύεται συνήθως από το σχεδιασμό ανάθεσης συγκεκριμένων καθηκόντων και εργασιών, στην αξιολόγηση της πολιτικής της εταιρείας και στη διαχείριση των δημοσίων σχέσεων και των σχέσεων με τους μετόχους. Δεδομένης της ενασχόλησης με τις καθημερινές

⁹⁵ OP Roche "Corporate Governance and Organization Life Cycle: The Changing Role and Composition of the Board of Directors", Cambria Press 2009, σελ.57

⁹⁶ RS Chaganti et al "Corporate Board Size, Composition and Corporate Failures in Retailing Industry", Journal of Management Studies Volume 22, Issue 4 July 1985 p.407

⁹⁷ K. Keasey, S.Thompson, M.Wright "Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons", Wiley & Sons 2005, p. 190

⁹⁸ Α.Οικονόμου «Προφύλαξη από την αφερεγγυότητα, διαχείριση κινδύνων και εταιρική διακυβέρνηση», Πρακτικά 23^{ου} Πανελλήνιου Συνεδρίου Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη 2013, σελ.72

⁹⁹ Λ.Ι.Αθανασίου «Μη εκτελεστικά μέλη ΔΣ», Πρακτικά 12^{ου} Συνεδρίου Εμπορικού Δικαίου «Σύγχρονα Ζητήματα εταιρικής ευθύνης», Νομική Βιβλιοθήκη 2003. Σελ 81

¹⁰⁰ R.Stewart "Chairmen and Chief Executives: an Exploration of Their Relationship", Journal of Management Studies Volume 28, Issue 5 September 1991, ap.523

εκτελεστικές αρμοδιότητες, πολύ περισσότερο δε σε περιόδους κρίσης της εταιρείας, ο διευθύνων σύμβουλος είναι σχεδόν απίθανο να διεκπεραιώνει κατάλληλα και τα καθήκοντα του ως πρόεδρος του ΔΣ¹⁰¹. Επίσης με αυτή τη συγκέντρωση ιδιοτήτων σε ένα άτομο, η εταιρεία καθίσταται εξαρτώμενη από τις ενέργειες αλλά και την εξουσία του καθώς τυχόν αντικατάστασή του αποτελεί ένα δύσκολο εγχείρημα, συνοδευόμενο από σύνθετες διαδικασίες και με αμφίβολη επιτυχία, ειδικά με την εταιρεία να αντιμετωπίζει οικονομικές δυσχέρειες. Σε αυτές τις περιπτώσεις η διάκριση των ρόλων του διευθύνοντος συμβούλου και του προέδρου του ΔΣ περιορίζει τη δυνατότητα στα εν λόγω πρόσωπα να ακολουθούν συμπεριφορές προς εξυπηρέτηση ιδίων συμφερόντων, με την επακόλουθη ζημία της οντότητας και των μετόχων της εταιρείας¹⁰².

Ένα ακόμα επιχείρημα κατά της διπλής ιδιότητας διευθύνοντος συμβούλου και προέδρου είναι ο περιορισμός της ευελιξίας και της προσαρμοστικότητας για την εταιρεία, ειδικά όταν βρίσκεται σε παρατεταμένη οικονομική δυσχέρεια και έχει ανάγκη από επαναπροσδιορισμό της στρατηγικής της. Η συγκέντρωση των ιδιοτήτων αυτών διαμορφώνει τις συνθήκες για άσκηση αυταρχικής διοίκησης, συνήθως άκαμπτης, στο πλαίσιο μιας αντίληψης κατά την οποία η εταιρεία ταυτίζεται με ένα συγκεκριμένο πρόσωπο, το οποίο μάλιστα επιδεικνύει αδυναμία προσαρμογής στη διαχείριση της εταιρείας: αν δεν έχει αντιληφθεί την εμφάνιση νέων τάσεων στο επιχειρηματικό περιβάλλον, χρήσιμων ενδεχομένων για την εταιρεία, τότε η εν λόγω επιχείρηση είναι ουσιαστικά καταδικασμένη, βραχυ-μεσοπρόθεσμα, να οδηγηθεί σε περίοδο κρίσης¹⁰³. Η αντίσταση αυτή των διευθύνοντων συμβούλων στην εφαρμογή αλλαγών στην εταιρεία σε δυσχερείς περιόδους με την αφερεγγυότητα να γίνεται όλο και πιο ορατή, πηγάζει από συναισθηματικές ή γνωστικές προκαταλήψεις, ύβρη, την αίσθηση ισχύος και τη μεροληψία αυτοεπιβεβαίωσης, που οδηγούν συνήθως σε καταχρηστικές συμπεριφορές παρασύροντας και την ίδια την εταιρεία σε μια δίνη φθίνουσας απόδοσης¹⁰⁴. Απέναντι στην αδυναμία του συγκεντρωτικού μοντέλου διοίκησης να προσαρμόζει τη στρατηγική της επιχείρησης ειδικά σε περιόδους οικονομικής δυσχέρειας, η συμμετοχή εξωτερικών μελών (outside directors) στο ΔΣ μπορεί να αποκαταστήσει τη σύνδεση της διοίκησης της εταιρείας με το εξωτερικό οικονομικό περιβάλλον στο οποίο ανήκει και συνεπώς της ικανότητας της να ανταποκρίνεται στην ανάγκη αλλαγής στη διαχείριση της¹⁰⁵.

Επιπλέον, η ύπαρξη εξωτερικών μελών του ΔΣ καθιστά πιο εύκολο τον έλεγχο και ενδεχομένως και την απόλυση των διευθύνοντων συμβούλων όταν αυτή έχουν οδηγήσει την εταιρεία σε χρήση με μη ικανοποιητικά αποτελέσματα. Έχει αποδειχθεί εξάλλου, πως τα διοικητικά συμβούλια με σημαντική συμμετοχή εξωτερικών συμβούλων, συμμετέχουν

¹⁰¹ MA Fox "Boards of Directors: The Influence of Board Size, Leadership and Composition on Corporate Financial Performance» Commerce Division, Discussion Paper No. 45, 1998, p.2

¹⁰² CM Daily, DR Dalton "Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure" The Academy of Management Journal, Vol. 37, No. 6 (Dec., 1994), pp. 1603-1617

¹⁰³ J. Argenti "Spot danger signs before it's too late" Accountancy, July 1986, p.101-102.

¹⁰⁴ HS Bahbra , AH Eissa "Corporate Financial Distress and CEO Networks 6th Annual CIRANO-Sam M. Walton College of Business Workshop on Networks in Trade and Finance

¹⁰⁵ Sheppard, J.P. (1994) Strategy and bankruptcy: an exploration into organizational death. Journal of Management, 20, 4, 795-833.

ενεργότερα στη λήψη στρατηγικών αποφάσεων και ακόμα περισσότερο στη στρατηγική αναδιοργάνωση της επιχείρησης σε κρίση¹⁰⁶.

Η δεύτερη περίπτωση συγκεντρωτική εξουσίας στη διοίκηση της εταιρείας συνδεόμενη με την απόδοσή της, αφορά την επιρροή που μπορεί να ασκήσει ο διευθύνων σύμβουλος στα υπόλοιπα μέλη του ΔΣ. Δυστυχώς και σε αυτή την περίπτωση έχει παρατηρηθεί το φαινόμενο «νάρκισσων» διευθύνοντων συμβούλων που επιδιώκουν να εφαρμόσουν στρατηγικές προς ίδιον όφελος, σε βάρος πάντα του εταιρικού συμφέροντος¹⁰⁷, παραβιάζοντας την πάγια αρχή της υποχρέωσης πίστης απέναντι στην εταιρεία. Έχει διατυπωθεί πως, όσο περισσότερα μέλη συμμετέχουν σε ένα ΔΣ, τόσο λιγότερο πιθανές είναι η άσκηση επιρροής και η κυριαρχία σε αυτά. Αντιθέτως, ένας διευθύνων σύμβουλος μπορεί να επιβληθεί σε μικρά συμβούλια, με αποτέλεσμα οι εταιρείες με ολιγομελή διοίκηση να συγκεντρώνουν περισσότερες πιθανότητες να εμφανίσουν αρνητικές οικονομικές αποδόσεις¹⁰⁸. Αυτό οφείλεται στο γεγονός, πως ο διευθύνων σύμβουλος ή και άλλα εκτελεστικά μέλη της διοίκησης έχουν να αντιμετωπίσουν μεγαλύτερο αριθμό ατόμων, δύσκολα επηρεαζόμενων, απέναντι στα οποία θα πρέπει να επιδιώξουν στρατηγικές αποφάσεις με μικρές πιθανότητες ελέγχου.

Σε αυτό το σημείο, δεν πρέπει να παραβλεφθεί πως τα προβληματικά μοντέλα διοίκησης που αναλύθηκαν ανωτέρω, αν και αφορούν κυρίως τις εταιρείες με διεσπαρμένη μετοχική σύνθεση, δε σημαίνει πως δεν εμφανίζονται και σε εταιρείες με κυρίαρχο μέτοχο ή μόδα μετόχων, ένα μοντέλο ιδιοκτησίας ιδιαίτερα διαδεδομένο στα ευρωπαϊκά ηπειρωτικά κράτη. Σε αυτήν περίπτωση βέβαια τα διευθυντικά στελέχη συντάσσονται με τις οδηγίες με τις οδηγίες της πλειοψηφίας, ενώ η παθητικότητα του ΔΣ σε αυτή την περίπτωση έγκειται στην αυτόματη επικύρωση των επιλογών του πλειοψηφούντος μετόχου χωρίς να υπάρχει στην πράξη δυνατότητα διαφοροποίησης¹⁰⁹.

Ιδιαίτερη έκφανση του ως άνω φαινομένου αποτελούν οι οικογενειοκρατούμενες εταιρείες. Οι οικογενειακές κεφαλαιουχικές εταιρείες, και ειδικά οι ΑΕ, είναι μάλιστα διαχρονικά δημοφιλείς στην Ελλάδα, λόγω του εύθραυστου οικονομικού περιβάλλον της χώρας την τελευταία περίπου δεκαετία και σε συνδυασμό με την ιδιαίτερη οργανωτική δομή τους, έχουν καταστεί ευπρόσβλητες από κρίσεις και εμφανίζουν συχνά ενδείξεις αφερεγγυότητας (ενδεικτικά παραδείγματα: Βωβός, Μαρινόπουλος, ΑΕΠΙ). Οι εταιρείες αυτές, λόγω του ιδιαίτερου χαρακτηριστικού τους και της υψηλής συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας, τείνουν να παρουσιάζουν αντιστοίχως συγκεντρωτική διοίκηση, περιορισμένη διαφάνεια και απουσία λογοδοσίας που οδηγούν καταρχήν σε κατάχρηση

¹⁰⁶ R.A Johnson,., R.E. Hoskisson, and M.A Hitt, «Board of director involvement in restructuring: the effects of board versus managerial controls and characteristics» Strategic Management Journal 14, 1993 , p.33-50 και Daily, C.M. and Dalton, D.R. (1994b) Bankruptcy and corporate governance: the impact of board composition and structure. Academy of Management Journal, 37, 6, p.1606

¹⁰⁷ MA Fox , ό.π.: “ ...Kets de Vries and Miller (1985) talk about narcissistic CEOs who pursue corporate strategies in an effort to satisfy their own egos, but at the expense of the companies they manage.»

¹⁰⁸ S.A Zahra, J.A Pearce,. (Boards of directors and financial performance: a review and integrative model. Journal of Management, 15, 2, 1989) p.309

¹⁰⁹ Λ.Ι.Αθανασίου «Μη εκτελεστικά μέλη ΔΣ», Πρακτικά 12^{ου} Συνεδρίου Εμπορικού Λόγων «Σύγχρονα Ζητήματα εταιρικής ευθύνης», Νομική Βιβλιοθήκη 2003. Σελ 82

των δικαιωμάτων των μειοψηφούντων μετόχων¹¹⁰ και μεσο-μακροπρόθεσμα σε εταιρική κρίση, με βάση όσα αναλύθηκαν ανωτέρω. Εμπειρικές έρευνες στο πεδίο των οικογενειακών επιχειρήσεων καταδεικνύουν τη –δεδομένη– τάση για άσκηση επιρροής στο ΔΣ της εταιρείας μέσω της επαυξημένη συμμετοχής των οικογενειακών μελών στη σύνθεση του ΔΣ, ιδίως στη θέση του Προέδρου του ΔΣ έναντι των μη οικογενειακών-ανεξάρτητων μελών¹¹¹. Εφόσον πρόκειται δε, για οικογενειακή εταιρεία με την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου να ελέγχονται ή να ανήκουν σε ένα ισχυρό μέλος της οικογένειας το σύστημα ανάδειξης τους ΔΣ είναι πλειοψηφικό (ελληνικό δίκαιο: Άρθρα 34 παρ.1 στοιχ.β', 31 παρ.1, 29 παρ.1 και 2 του ΚΝ 2190/1920) τα δε μέλη του ΔΣ που εκλέγονται είναι αφιερωμένα σε αυτόν. Έτσι και εδώ είναι δυνατή η συγκέντρωση των ιδιοτήτων του διευθύνοντος συμβούλου και του προέδρου του ΔΣ (ελληνικό δίκαιο: Άρ.22 παρ.3 ΚΝ 2190/1920¹¹²), άρα και του συνόλου των διοικητικών αρμοδιοτήτων από τον *pater familias*. Σε κάθε περίπτωση η ισχυρή συμμετοχή των οικογενειακών μελών στο ΔΣ έναντι των ανεξάρτητων συμβούλων, αφορά κατ' επέκταση τη μικρότερη συμμετοχή των τελευταίων στις επιτροπές ελέγχου, αμοιβών και ανάδειξης υποψηφιοτήτων καθώς και στο κρίσιμο ζήτημα συσχέτισης της συμμετοχής των ανεξάρτητων μελών με την εταιρική απόδοση. Αυτή η υπερεκπροσώπηση των μελών της οικογένειας στο ΔΣ και τις επιτροπές, έχει αποδειχθεί ότι δημιουργεί αρνητική επίδραση στην απόδοση των εταιρειών αυτών¹¹³.

Αρκετή συζήτηση είχε προκαλέσει τα τελευταία χρόνια, παρότι σταθερά διαχρονικό, το θέμα των αμοιβών των μελών του ΔΣ καθώς και των εργαζομένων σε υψηλά αμειβόμενες θέσης αιχμής..

Τρεις εξελίξεις οδήγησαν σε σημαντικές αυξήσεις των αμοιβών: Η διεθνοποίηση, κυρίως σε σύγκριση με το αμερικάνικο επίπεδο, αμοιβών. Είναι χαρακτηριστικό πως στις ΗΠΑ το 2005 οι αμοιβές των διευθύνοντων συμβούλων ήταν 262 φορές μεγαλύτερες από τις αμοιβές του μέσου εργαζόμενου, στο πλαίσιο της σύνδεσης τους με την απόδοσή τους και κατ' επέκταση με την πορεία της επιχείρησης, ήδη από τη δεκαετία του 1990¹¹⁴.

Στη συνέχεια, σε σχέση με το είδος της αμοιβής έχει αλλάξει η σχέση ανάμεσα στις σταθερές και τις κυμαινόμενες αμοιβές. Από τις ως άνω αναφερθείσες αμοιβές μόνο το 30% περίπου των αμοιβών τους συνίστατο σε ένα πάγιο ποσό με την έννοια του μισθού ενώ το υπόλοιπο τμήμα του μισθού τους είναι μεταβλητό (*bonus* σε μετρητά ή και σε μετοχές ή *stock options*), συνδεδεμένο με την πορεία της επιχείρησης και συγκεκριμένα με

¹¹⁰ OECD "Governance Challenges for Family-Owned Businesses", Practical Guide to Corporate Governance 5th Chapter, 2008, p.121

¹¹¹ Χ.Τσενέ «Εταιρικές δομές και εταιρική διακυβέρνηση στις εισηγμένες οικονομικές εταιρείες» Πρακτικά 25^{ου} Πανελληνίου Συνεδρίου ΣυνΕΕμπ, 2015

¹¹² Χ.Τσενέ, ό.π.: "Με την ίδια διάταξη μπορεί δε να παραχωρήσει τομείς αρμοδιοτήτων σε άλλα μέλη της οικογένειας με εξουσία, διατηρώντας την εξουσία να επεμβαίνει στη δραστηριότητα τους ή να τους ανακαλεί οποτεδήποτε με απόφαση του διοικητικού συμβουλίου που ελέγχει»

¹¹³ R.C. Anderson, D.M. Reeb "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500". *Journal of Finance* Vol. LVIII, No3, June 2003

¹¹⁴ Γ.Σωτηρόπουλος «Οικονομική κρίση και εταιρική διακυβέρνηση» ΕΕμπΔ 2010, σελ.13 με παραπομπή σε OECD Steering Group on Corporate Governance, *Corporat Governance and Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*, June 2009 p.14

δείκτες σχετικούς με την κερδοφορία της και την τιμή της μετοχής μεταξύ άλλων. Η διαφορά με την πολιτική αποδοχών στο παρελθόν είναι τεράστια καθώς τότε οι πάγιες αποδοχές αποτελούσαν, αντιστρόφως το 70% και οι κυμαινόμενες το 30%.

Σε ένα άλλο επίπεδο, η αμοιβή έχει ως σκοπό την προσέλκυση στην εταιρεία ικανών στελεχών που διαθέτουν τα απαιτούμενα για τη λειτουργία της εταιρείας προσόντα: όσο πιο αυξημένα είναι τα προσόντα αυτά τόσο πιο δυσεύρετα είναι τα αντίστοιχα στελέχη συνεπώς το μεγαλύτερο θα πρέπει να είναι το μισθολογικό κίνητρο για την προσέλκυσή τους¹¹⁵. Κατά το πρόσφατο παρελθόν και συγκεκριμένα λίγο πριν το ξέσπασμα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης είχαν γνωστοποιηθεί αμοιβές υψηλόβαθμων διοικητικών στελεχών, των λεγόμενων golden boys, που συνήθως κινούντα σε δυσθεώρητα ύψη. Ειδικότερα, μάλιστα, στο πεδίο του χρηματοπιστωτικού τομέα, σημαντικό ρόλο διαδραμάτισε η εξέλιξη στον τομέα παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και συγκεκριμένα η επενδυτική τραπεζική και οι συναλλαγές σε παράγωγα οι οποίες ως νέοι τομείς συναλλαγών πριν από δύο δεκαετίες περίπου, κυριαρχούνταν από υψηλά εξειδικευμένα πρόσωπα τα οποία προσελκύνονταν από τις εταιρείες του χώρου με υψηλές αμοιβές¹¹⁶.

Ωστόσο η πρόσφατη αρνητική εμπειρία φανέρωσε την αποτυχία των συστημάτων κινήτρων, καθώς λειτούργησαν πιο πολύ ως πηγή κινδύνων για την εταιρεία, κυρίως λόγω της πολυπλοκότητας και του απρόβλεπτου της έκβασής τους. Οι εταιρικοί στόχοι ως σημείο αναφοράς για τον καθορισμό της αμοιβής, δεν αποτυπώνουν πάντοτε την μακροπρόθεσμη ευημερία της επιχείρησης, η οποία ταυτίζεται με το εταιρικό συμφέρον, και κατ' επέκταση την απόδοση των διοικητικών στελεχών της¹¹⁷. Τα συστήματα αμοιβών έχει αποδειχθεί ότι ωθούν συχνά τα μέλη της διοίκησης στην ανάληψη βραχυπρόθεσμων πρωτοβουλιών αποσκοπώντας στις αντίστοιχες εξαιρετικά υψηλές αμοιβές (bonuses) με τις οποίες είναι δυνατή η αντιστάθμιση των απωλειών από την ανάληψη κινδύνων. Παρότι αυτές οι πρωτοβουλίες μπορεί να επηρεάζουν θετικά την οικονομική εικόνα της επιχείρησης, και δη τη χρηματοοικονομική της, μακροπρόθεσμα μπορεί να εκθέσουν την εταιρεία σε κινδύνους. Δημιουργείται λοιπόν μια επίπλαστη εικόνα με τις αμοιβές των μελών της διοίκησης να μη συμβαδίζουν με την πραγματική οικονομική κατάσταση της εταιρείας¹¹⁸. Η ως άνω κατάσταση αναδεικνύει το πρόβλημα της διαφάνειας, όχι όμως τόσο όσον αφορά τη δημοσιότητα αλλά τη διαφάνεια του συστήματος αμοιβών¹¹⁹.

Βάσιμη μπορεί να χαρακτηριστεί, συνεπώς, η αρνητική προκατάληψη της πλειονότητα των απόψεων όσον αφορά τη θεωρία της αντιπροσώπευσης και τις σχέσεις μετόχων και διοικούντων, η οποία θεωρεί τη νοοτροπία των δεύτερων περισσότερο ιδιοτελή και οπορτουνίστικη, παρά αλτρουιστική, όπως αναλύθηκε και ανωτέρω. Γι αυτό το λόγο κρίνεται αναγκαία η παροχή των κατάλληλων κινήτρων με τη μορφή άσκησης

¹¹⁵ Γ.Σωτηρόπουλος «Οικονομική κρίση και εταιρική διακυβέρνηση» ΕΕμπΔ 2010, σελ.13

¹¹⁶ C.Winbichlere «Διευθυντικά Στελέχη: Κακά και Ακριβά; Αμοιβές, συστήματα παροχής κινήτρων και η δημοσιότητά τους» ΕΕμπΔ 2009, σελ.1

¹¹⁷ Για παράδειγμα η τιμή της μετοχής ως δείκτης για τον καθορισμό της αποζημίωσης των διοικητών στελεχών.

¹¹⁸ Γ.Σωτηρόπουλος, ό.π. σελ.15

¹¹⁹ C.Winbichlere ό.π., σελ.1

εποπτείας και ενίσχυσης της διαφάνειας, μέσω της εφαρμογής των κανόνων της εταιρικής διακυβέρνησης, επιχειρώντας τη θεραπεία των ,οργανωτικών κατ'αρχήν και ακολούθως των ουσιαστικών αποκλίσεων από τη χρηστή διοίκηση της εταιρείας, όπως αυτές έχουν παρουσιαστεί μέχρι τώρα.

1.2.2.1.1 Περιπτώσεις πτώχευσης εταιρειών με ελλιπή εταιρική διακυβέρνηση

Στις αρχές της προηγούμενης δεκαετίας, εκδηλώθηκαν σκάνδαλα εταιρικής κακοδιαχείρισης σε εταιρείες-κολοσσούς, τα οποία κατέδειξαν, αφενός το έλλειμμα εταιρικής διακυβέρνησης σε θεσμικό επίπεδο αλλά κυρίως και τους κινδύνους που μπορεί να επιφέρει η διαχείριση εταιρειών που χαρακτηρίζεται από συγκεντρωτικές διοικήσεις, οι οποίες συνήθως συνοδεύονται από έλλειψη εσωτερικής εποπτείας και ελέγχου, έλλειψη διαφάνειας, περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων και όλα εκείνα τα χαρακτηριστικά μιας “τοξικής” εσωτερικής εταιρικής οργάνωσης, όπως ανωτέρω αναλύθηκαν. Αυτές οι περιπτώσεις ριψοκίνδυνης διοίκησης εταιρειών αποτελούν και διαχρονικά παραδείγματα προς αποφυγή, που ανέδειξαν τη σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης για τον εταιρικό βίο αλλά κυρίως για τους μετόχους μια εταιρείας: εταιρείες με κύκλους εργασιών δισεκατομμυρίων δολαρίων πτώχευσαν μέσα λίγα χρόνια (Enron, WorldCom, Parmalat, Lehman Brothers, Barings, Northern Rock) προκαλώντας τεράστια ζημιά στους μετόχους τους και στους κοινωνικούς εταίρους, επηρεάζοντας παράλληλα και τις οικονομίες των κρατών στις οποίες δραστηριοποιούνταν.

Από αυτές τις περιπτώσεις θα διακρίνουμε τις υποθέσεις των Enron, WorldCom και Parmalat ως χαρακτηριστικά παραδείγματα κακοδιαχείρισης στο εξωτερικό, ενώ στην Ελλάδα ξεχωρίζει η πρόσφατη περίπτωση με το σκάνδαλο της ΑΕΠΙ. Αξίζει να σημειωθεί, μάλιστα, πως σε όλες τις περιπτώσεις η προβληματική διοίκηση των εταιρειών αυτών συνοδεύονταν και από λογιστική απάτη. Περιπτώσεις όπως η Lehman Brothers ή η Northern Rock, δεν αναλύονται, καθώς τίθενται επιπλέον θέματα κανόνων χρηματοπιστωτικού δικαίου, τα οποία δεν μπορούν να αναλυθούν εν προκειμένω.

Το σκάνδαλο της Enron

Η υπόθεση της Enron Corp. αποτελούσε το πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα κατάρρευσης εταιρείας στις Η.Π.Α. καθώς και τη μεγαλύτερη εταιρεία που εντάχθηκε στο πλαίσιο του Κεφαλαίου 11 για πτώχευση, τουλάχιστον μέχρι την πτώχευση της Lehman Brothers και την απαρχή της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης το 2008,

αναδεικνύοντας την ανάγκη για σημαντικές μεταρρυθμίσεις στην εταιρική διακυβέρνηση αλλά και τη λογιστική στις Η.Π.Α.

Η Enron από μια παραδοσιακή εταιρεία του τομέα της ενέργειας τις δεκαετίες του '80 και του '90 είχε εξελιχθεί σε έναν κολοσσό με πλούσιο χαρτοφυλάκιο: διανομή ηλεκτρικής ενέργειας και αερίου, υπηρεσιών διαχείρισης κινδύνου σε ενεργειακά προϊόντα, παροχή υπηρεσιών τηλεπικοινωνιών κ.ά.)¹²⁰ εφαρμόζοντας παράλληλα διάφορες στρατηγικές προς διατήρηση υψηλού επενδυτικού προφίλ και πιστοληπτικής ικανότητας (προπληρωμένες συναλλαγές, εξασφάλιση κινδύνου μέσω της χρήσης οντοτήτων¹²¹ ειδικού σκοπού (special purpose entity- SPE)).

Ωστόσο η κατάρρευση προκλήθηκε από μια σειρά ενεργειών από τα μέλη του ΔΣ της εταιρείας που επεδίωκαν προσωπική κερδοσκοπία και εξυπηρέτηση ιδίων συμφερόντων. Η καταστροφική διαχείριση χαρακτηρίστηκε από τα εξής βασικά σημεία, όπως περιγράφονται στην επίσημη αναφορά της αρμόδιας επιτροπής της Γερουσίας των ΗΠΑ¹²²:

1. Τις υπερβολικές αμοιβές των διοικούντων μέσω της παροχής μετοχών της εταιρείας ως μεγάλο ποσοστό επί της αμοιβής (70% σύμφωνα με τη σχετική έκθεση της επιτροπής αμιβών της Enron) με αποτέλεσμα να επιδιώκεται η διατήρηση της μετοχής σε υψηλά επίπεδα με κάθε τρόπο¹²³
2. Την πλήρη υποστήριξη από το ΔΣ συναλλαγών που σχετίζονταν με τις οντότητες ειδικού σκοπού (SPEs) της εταιρείας προς αντιστάθμιση κινδύνου (hedging)
3. Την εφαρμογή ριψοκίνδυνων λογιστικών πρακτικών με την “ελάφρυνση” των περιουσιακών στοιχείων μέσω της διοχέτευσής τους σε μη ενοποιημένες θυγατρικές της και της καταγραφής τους ως κέρδη των τελευταίων (asset “light” strategy/ asset syndicating)
4. Την ύπαρξη φαινομένων σύγκρουσης συμφερόντων με την ίδρυση και την ανάθεση διαχείρισης ενός private equity fund (LJM Cayman LP) σε μέλος του ΔΣ της εταιρείας¹²⁴ το οποίο πραγματοποιούσε συναλλαγές με την ίδια την εταιρεία, προκαλώντας της ζημία. Σύγκρουση συμφερόντων δημιουργήθηκε και στη σχέση των εξωτερικών ελεγκτών της Enron (ελεγκτική εταιρεία Arthur Andersen), καθώς παρείχαν παράλληλα και υπηρεσίες συμβουλευτικής.

¹²⁰ NH Cuong “Factors Causing Enron’s collapse: An investigation into corporate governance and company culture” Corporate Ownership & Control, Volume 8, Issue 3, 2011, p.588

¹²¹ M.Jennings “A Primer on Enron: Lessons From A Perfect Storm of Financial Reporting, Corporate Governance and Ethical Culture Failures” California Western Law Review: Vol. 39: No. 2, Article 2, 2003

¹²² Report prepared by the Permanent Subcommittee on Investigations of The Committee on Governmental Affairs United States Senate «The Role of the Board of Directors in Enron’s collapse», 107th Congress, 2nd Session, July 8 2002, US Government Printing Office

¹²³ FR Edwards “U.S. Corporate Governance: What Went Wrong and Can It Be Fixed?” Paper prepared for B.I.S. and Federal Reserve Bank of Chicago conference, “Market Discipline: The Evidence across Countries and Industries”, 2003, p.9

¹²⁴ Συγκεκριμένα στον Andrew Fastow, Chief Finance Officer (CFO) της εταιρείας

5. Την έλλειψη ανεξαρτησίας του ΔΣ, μερικά μέλη του οποίου είχαν στενούς οικονομικούς δεσμούς με την εταιρεία (είτε μέσω του τρόπου αμοιβής είτε μέσω συναλλαγών με την ίδια την εταιρεία)

Είναι εμφανές πως με βάση τα ανωτέρω, το ΔΣ της Enron απέτυχε στις υποχρεώσεις τους ως θεματοφύλακα (fiduciary obligations) έναντι των μετόχων της εταιρείας ή αλλιώς δεν ενεργούσε τηρώντας τις βασικές υποχρεώσεις πίστης και επιμέλειας των διοικούντων της εταιρείας, προς όφελος του ίδιου του νομικού προσώπου. Η συμπεριφορά αυτή των εν λόγω προσώπων κόστισε όχι μόνο στους μετόχους της εταιρείας αλλά και στα σύνολο των εμπλεκόμενων με αυτή προσώπων (stakeholders) καθώς με την πτώχευση της περίπου 20.000 εργαζόμενοι στον όμιλο έμειναν άνεργοι, ενώ στο πλαίσιο του σκανδάλου κατέρρευσε και η ελεγκτική εταιρεία Arthur Andersen, η οποία ανήκε στη λεγόμενη κατηγορία των Big-5 ελεγκτικών εταιρειών στον κόσμο.

Η κατάρρευση της WorldCom

Την υπαγωγή της Enron σε πτώχευση στις 21 Δεκεμβρίου 2002, ακολούθησε μετά από λίγους μήνες η κατάρρευση ενός ακόμα γίγαντα των τηλεπικοινωνιών, της WorldCom, με τις δύο περιπτώσεις να εμφανίζουν πολλά κοινά σημεία. Κύριες αιτίες αποτελούσαν και στην εν λόγω περίπτωση η λογιστική απάτη τεραστίων ποσών και εν γένει η κακοδιαχείριση της εταιρείας από το ΔΣ.

Η WorldCom είχε εξελιχθεί και αυτή, κατά τη δεκαετία του '90, από μια εταιρεία τηλεφωνίας για υπεραστικές κλήσεις (long distance calls) σε πάροχη υπηρεσιών τηλεπικοινωνίας και διαδικτύου, μέσω αλληπάλληλων εξαγοράσεων άλλων εταιρειών του κλάδου (πάνω από 60), φτάνοντας να ελέγχει το 50% της κίνησης στο διαδίκτυο στις Η.Π.Α. Μετά την ακύρωση όμως της επικείμενης συγχώνευσης με την εταιρεία τηλεπικοινωνιών Sprinter τον Οκτώβριο του 1999, λόγω ενστάσεων των αρμοδίων αρχών περί δημιουργίας μονοπωλίου, τα κέρδη της άρχισαν να μειώνονται. Η πορεία αυτή οδήγησε τη διοίκηση της εταιρείας σε “επιθετικές” λογιστικές πρακτικές προκειμένου να διατηρηθεί η τιμή της μετοχής, οι οποίες εξελίχθηκαν σε απάτη καθώς εταιρικά έξοδα (ύψους 11 δις δολαρίων) είχαν εγγραφεί ως δαπάνες ανάπτυξης¹²⁵.

Για την ως άνω εξέλιξη, το ΔΣ της εταιρείας έφερε βαρύτατες ευθύνες¹²⁶:

- Η αμοιβή των διοικούντων (εκτελεστικών μελών)πραγματοποιούνταν κυρίως μέσω παροχής μετοχών της εταιρείας

¹²⁵ FR Edwards “U.S. Corporate Governance: What Went Wrong and Can It Be Fixed?” Paper prepared for B.I.S. and Federal Reserve Bank of Chicago conference, “Market Discipline: The Evidence across Countries and Industries”, 2003, p.7

¹²⁶ D.Thornburgh (Court-Appointed Examiner in the WorldCom Bankruptcy Proceedings) “A Crisis in Corporate Governance? The WorldCom Experience” Address to The Executive Forum California Institute of Technology, 22.3.2004

- Οι διοικούντες παρασύρμένοι από την κουλτούρα της απληστίας (culture of greed) και για να διατηρηθεί ψηλά η τιμή της μετοχής, ενέκριναν τις συνεχείς εξαγορές από την εταιρεία μετά από ελάχιστη ή και καθόλου πληροφόρηση, ενώ οι συνεδριάσεις του ΔΣ ήταν ελάχιστες
- Οι εξαγορασμένες επιχειρήσεις δεν ενοποιήθηκαν ποτέ σε ενιαία εταιρεία με συνέπεια να καταγράφονται τεράστιες λειτουργικές ζημιές.
- Πραγματοποιήθηκαν συναλλαγές (χορήγηση δανείων) με μέλη του ΔΣ¹²⁷ και με τη χρήση των κατεχόμενων μετοχών της εταιρείας ως επισφάλειες.
- Σύγκρουση συμφερόντων για την ελεγκτική εταιρεία Arthur Andersen η οποία λειτουργούσε ως εξωτερικός ελεγκτής της WorldCom ενώ παράλληλα παρείχε υπηρεσίες συμβουλευτικής

Είναι χαρακτηριστικό πως τα οφέλη για τα μέλη του ΔΣ ήταν τέτοια που είχε χαθεί οποιοδήποτε κίνητρο για βελτίωση της θέσης της εταιρείας και ήταν αδύνατη πλέον η ανάκτηση των απωλειών που είχαν σημειωθεί για λογαριασμό των μετόχων¹²⁸. Οι αποκαλύψεις αυτές πραγματοποιήθηκαν από εσωτερικούς ελεγκτές της εταιρείας, οι οποίοι έφεραν στο φως την απάτη ύψους 3,8 δις δολαρίων. Η εταιρεία μετά την υπαγωγή της στο Κεφάλαιο 11, εξαγοράστηκε το 2005 από την εταιρεία Verizon.

Parmalat, η "ευρωπαϊκή Enron"

Η πτώχευση της ιταλικής εταιρείας Parmalat, τον Δεκέμβριο του 2003, χαρακτηρίστηκε από τον τύπο της εποχής ως η αντίστοιχη "ευρωπαϊκή Enron" λόγω της «θεαματικής» της πτώσης και μαζικών ζημιών που προκάλεσε σε μετόχους¹²⁹.

Η εταιρεία αποτελούσε παγκόσμιο ηγέτη στα γαλακτοκομικά προϊόντα με έλεγχο σε 67 άλλες εταιρείες, παρουσία σε 30 διαφορετικές χώρες και 36.000 εργαζόμενους. Ελεγχόταν από την οικογένεια Tanzi μέσω ενός holding σχήματος που δημιουργούσε ένα πλαίσιο «αδύναμης διοίκησης, ισχυρής πλειοψηφίας και απροστάτευτης μειοψηφίας μετόχων»¹³⁰. Και σε αυτή την περίπτωση η απουσία δομών εταιρικής διακυβέρνησης σε συνδυασμό με τεχνικές λογιστικής απάτης οδήγησαν στην πτώση του ομίλου¹³¹.

Η διαφορά στην περίπτωση της ιταλικής εταιρείας έγκειται στο ότι δε συναντώνται τα προβλήματα της θεωρίας της αντιπροσώπευσης στην κλασική της μορφή, με τη

¹²⁷ Χορήγηση δανείων ύψους 400 εκατομμυρίων στον Διευθύνοντα Σύμβουλο (CEO) της εταιρείας Bernie Ebbers

¹²⁸ D.Thornburgh (Court-Appointed Examiner in the WorldCom Bankruptcy Proceedings) "A Crisis in Corporate Governance? The WorldCom Experience" Address to The Executive Forum California Institute of Technology, 22.3.2004

¹²⁹ A. Stachowicz-Stanusch "Corporate Social Performance In The Age Of Irresponsibility: Cross National Perspective" Information Age Publishing, 2016, p.33

¹³⁰ A.Melis "Corporate Governance Failures. To What Extent is Parmalat a Particularly Italian Case?" Corporate governance: an international review, Volume 13, Issue 4 July 2005 p. 482

¹³¹ R.Dibra "Corporate Governance Failure: The Case Of Enron And Parmalat" European Scientific Journal June edition vol.12, No.16, 2016

σύγκρουση μετόχων διοικητών: εδώ η σύγκρουση μεταφέρεται σε επίπεδο μετόχων πλειοψηφίας-μειοψηφίας, δεδομένου ότι πρόκειται για οικογενειοκρατούμενη εταιρεία¹³². Η ισχυρή παρουσία της μεγαλομετόχου οικογένειας αντικατοπτριζόταν και στη διοίκηση του ομίλου, όπου, παρά το γεγονός πως ήταν συμμορφωμένη στις απαιτήσεις του Ιταλικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης (Preda Code)¹³³, με επαρκή αριθμό μη εκτελεστικών μελών αλλά και ανεξαρτήτων συμβούλων, εντούτοις οι εξουσίες του Προέδρου και του Διευθ/ντος Συμβούλου της εταιρείας ασκούνταν από μέλη της οικογένειας¹³⁴.

Αυτή η συγκέντρωση εξουσιών είχε ως αποτέλεσμα να ασκηθούν πιέσεις προς τους εξωτερικούς ελεγκτές της εταιρείας (Gran Thornton) να παραποιήσουν τα λογιστικά έγγραφα της εταιρείας και συγκεκριμένα να πλαστογραφήσουν απόδειξη - υποτιθέμενων- καταθέσεων της εταιρείας στην Bank of America, ύψους 4 δισεκατομμυρίων ευρώ¹³⁵. Αργότερα μάλιστα αποδείχθηκε πως ο πρόεδρος της εταιρείας Calisto Tanzi είχε υπεξαιρέσει από ταμεία της ποσά ύψους 800 εκ/ρίων ευρώ, ενώ κατηγορήθηκε και για χειραγώγηση της μετοχής της εταιρείας.

Η Parmalat, μετά την αναδιάρθρωσή της, εισήχθη εκ νέου στο χρηματιστήριο του Μιλάνου το 2005.

Η διοικητική ασυδοσία στην ΑΕΠΙ

Στην Ελλάδα δεν έχουν υπάρξει περιπτώσεις σκανδαλώδους διοίκησης εταιρειών που να εμφανίζουν αντίστοιχα σημεία με τις ως άνω υποθέσεις. Φυσικά αυτο συμβαίνει όχι τόσο επειδή τα διοικητικά στελέχη στη χώρα είναι περισσότερο ηθικά όσο το ότι δεν έχουν καταγραφεί περιπτώσεις κατάρρευσης εταιρειών με ευρεία συμμετοχή επενδυτών, καθώς οι περισσότερες εταιρείες με σημαντική οικονομική δραστηριότητα στη χώρα χαρακτηρίζονται από ισχυρή συγκέντρωση στο μετοχολογίο τους ή είναι οικογενειοκρατούμενες. Κατά συνέπεια, η πρακτική εφαρμογή κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης δεν είναι τόσο δημοφιλής. Ωστόσο και με την παρατεταμένη περίοδο ύφεσης στην οικονομία της χώρας, αρκετές μεγάλες εταιρείες περιήλθαν σε κατάσταση αδυναμίας εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων, επηρεάζοντας παράλληλα τους συναλλασσόμενους με αυτές σε σημαντικό βαθμό. Ξεχωρίζουμε δύο πρόσφατες περιπτώσεις εταιρειών με σημαντική επιρροή στην οικονομία την εξυγίανση της Μαρινόπουλος (2016) και το σκάνδαλο τη ΑΕΠΙ (2017),

¹³² A.Melis, Ibid p.483

¹³³ Report & Code of Conduct (The Preda Code), Committee for the Corporate Governance of Listed Companies, Borsa Italiana, October 1999

¹³⁴ A.Melis, Ibid p. 485

¹³⁵ "Parma splat. What are the lessons from the scandal at Europe's largest dairy-products group?" Special report , The Economist, January 15th 2004

με τη δεύτερη περίπτωση να οφείλει την κατάρρευση της σε μεγάλο βαθμό στην προβληματική διοίκησή της¹³⁶.

Η Ανώνυμη Εταιρεία Πνευματικής Ιδιοκτησίας (ΑΕΠΙ) ιδρυθείσα το 1930 κατείχε προνομιακή- μονοπωλιακή ουσιαστικά- θέση στη διαχείριση των πνευματικών δικαιωμάτων καλλιτεχνών¹³⁷. Η διαχείριση αυτή χαρακτηριζόταν, ειδικά τα τελευταία χρόνια από έλλειψη διαφάνειας, προνομιακή μεταχείριση καλλιτεχνών αλλά και υψηλές προμήθειες υπέρ της εταιρείας.

Μετά απο οικονομικό έλεγχο της εταιρείας, που διεξήχθη το Σεπτέμβριο του 2016, για λογαριασμό του Υπουργείου Πολιτισμού, για την περίοδο 2011-2014, το σχετικό πόρισμα έφερε στην επιφάνεια σημεία σοβαρής κακοδιοίκησης της εταιρείας τα οποία περιελάμβαναν μεταξύ άλλων:

1. Μη διανομή δικαιωμάτων σε δικαιούχους καλλιτέχνες ύψους 42 εκ/ριων ευρώ
2. Υπεξαίρεση πρακρατηθείας προμήθειας προς τους δικαιούχους καλλιτέχνες συνολικού ύψους 1,6 εκ/ριων ευρώ¹³⁸
3. Υπερβολικά υψηλές αμοιβές για τα μέλη του ΔΣ της εταιρείας και συγγενών αυτών¹³⁹
4. Χορήγης δανείων από την εταιρεία σε μέλη του ΔΣ¹⁴⁰
5. Περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων λόγω συναλλαγών της ΑΕΠΙ με εταιρείες συμφερόντων μελών του ΔΣ¹⁴¹

Σύμφωνα με τον πόρισμα των ελεγκτών αυτή η κατάσταση οδήγησε την εταιρεία να διαθέτει για το έτος 2014, θετικά κεφάλαια ύψους 983.000 ευρώ την ώρα που τα αρνητικά ανέρχονταν στα 19,9 εκ/ρια ευρώ. Συνέπεια ήταν η εταιρεία να αδυνατεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της έναντι των δικαιούχων καλλιτεχνών, η πτώχευση της οποίας αποφεύχθηκε τελευταία στιγμή με τον ορισμό προσωρινού Επιτρόπου από το Υπουργείο Πολιτισμού *«με σκοπό την άμεση αντιμετώπιση των σοβαρών διαχειριστικών προβλημάτων της ΑΕΠΙ, και την αποκατάσταση της ομαλής λειτουργίας της αγοράς των πνευματικών δικαιωμάτων»*¹⁴².

¹³⁶ Σ.Σ. Λόγω της πρόσφατης εμφάνισης της συγκεκριμένης υπόθεσης δεν υπήρχε επιστημονική αρθρογραφία προς αξιοποίηση, συνεπώς η παρούσα ανάλυση στηρίζεται κυρίως σε γράφημα με αναλυτική καταγραφή του χρονικού (<http://www.iprights.gr/gnomes/175-sylogiki-dixaeiris-kai-ypothei-aepi-to-analytiko-xroniko-chiou-theodoros-dikigoros-rhymatika-dikaionmata>) καθώς και σε σχετικά άρθρα των ΜΜΕ.

¹³⁷ Ν.2121/1993, Άρθρο 54 επόμ. για τους οργανισμούς συλλογικής διαχείρισης πνευματικών δικαιωμάτων

¹³⁸ Η εταιρεία είχε παρακρατήσει 10% προμήθεια επί των διανεμηθέντων δικαιωμάτων σε αλλοδαπούς οργανισμούς στα πάσης φύσεως εκτελεστικά δικαιώματα συνολικού ύψους 1,6 εκ. με σκοπό τη μετέπειτα χρήση των κονδυλίων σε πολιτιστικούς και ανθρωπιστικούς σκοπούς

¹³⁹ Μόνο ο μισθός του διευθύνοντος συμβούλου το 2011 ανερχόταν στα 635.565 ευρώ (52.000 ευρώ το μήνα)

¹⁴⁰ Η εταιρεία χορήγησε δάνειο τον Ιανουάριο του 2014 στο Γεν. Διευθυντή μέτοχο και μέλος ΔΣ μέχρι του ποσού των 125 χιλ ευρώ με επιτόκιο 2%.

¹⁴¹ Χαρακτηριστικό το παράδειγμα της εταιρείας ΕΔΙΣ που από το 2011 μέχρι το 2014 είχε συναλλαγές 8 εκατ. ευρώ με την ΑΕΠΙ, χωρίς να έχει κανένα άλλο πελάτη

¹⁴² Απόφαση ΥΟΔΔ 202/28-04-2017

Στις Η.Π.Α., μετά το ξέσπασμα των σκανδάλων που αναφέρθηκαν και την κατάρρευση πολυεθνικών κολοσσών, υπήρξε νομοθετική παρέμβαση σε ομοσπονδιακό επίπεδο με την έκδοση του νόμου Sarbanes-Oxley Act (SOX) το 2002, ο οποίος αποσκοπούσε κυρίως στην ακεραιότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης με την καθιέρωση:

1. Διεξοδικών ρυθμίσεων για λογιστικά και ελεγκτικής φύσεως ζητήματα και
2. Νέων ελεγκτικών αρμοδιοτήτων για τους εταιρικούς διοικητές.

Ειδικά λόγω των σκανδάλων των εταιρειών Enron και WorldCom, διαπιστώθηκε εκ νέου η ανάγκη ενίσχυσης του ελέγχου της διοίκησης από το ΔΣ με έμφαση αφενός στο ρόλο κι τις αρμοδιότητες των ανεξαρτήτων μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ και της επιτροπής ελέγχου και αφετέρου στην ενίσχυση της διαφάνειας της παρεχόμενης από τις εταιρείες χρηματοοικονομικής πληροφόρησης¹⁴⁴.

Με το νόμο αυτό ενισχύθηκαν οι ευθύνες του ΔΣ καθώς πλέον ο ανώτατα διοικητικά στελέχη υπείχαν προσωπική ευθύνη για την εγκυρότητα της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης της εταιρείας, ενώ εξασφαλιζόταν η δημοσιοποίηση των εν λόγω πληροφοριών. Η SOX επέβαλε επιπλέον την γνωστοποίηση των συναλλαγών μεταξύ εταιρείας και μελών του ΔΣ καθώς και των βασικών μετόχων της.

Παρόλο που ο εν λόγω νόμος κατακρίθηκε για προχειρότητα αλλά και για το μεγάλο κόστος συμμόρφωσης που επέφερε στις εταιρείες, ωστόσο ενίσχυσε τη διαφάνεια στη διοίκηση των εταιρειών κατά τα χρόνια που ακολούθησαν καθώς και την εποπτεία των αρμοδίων αρχών στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση των εταιρειών¹⁴⁵

1.2.2.2 Η ΕΔ ως εργαλείο αναδιάρθρωσης

Με την είσοδο της εταιρείας σε περίοδο κατά την οποία προσεγγίζει την αφερεγγυότητα και στο πλαίσιο της μεταβολής του εταιρικού σκοπού και της κατεύθυνσης των υποχρεώσεων των διοικητών υπέρ των πιστωτών, προτάσσεται επιπλέον το συμφέρον της αναδιάρθρωσης-εξυγίανσης της εταιρείας έναντι πλουτισμού των μετόχων ενώ επιβάλλεται παράλληλα ένα μοντέλο συντηρητικής διαχείρισης¹⁴⁶ από

¹⁴³ A. Cornford "Enron and Internationally Agreed Principles for Corporate Governance and the Financial Sector" Research papers for the Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs – United Nations, No. 30, June 2004, p.11

¹⁴⁴ Χ.Κ. Λιβαδά, ό.π. σελ. 217

¹⁴⁵ M.Primbs, C.Wang "Notable Governance Failures: Enron, Siemens and Beyond" Comparative Corporate Governance and Financial Regulation. Paper 3, 2016 p.53

¹⁴⁶ ΓΔ Τριανταφυλλάκης "Ευθύνη για πρόκληση αφερεγγυότητας- Εταιρικό και πτωχευτικό Δίκαιο", ΕπΕμπΔ 2010 σελ.813

τη διοίκηση: μέτρα συντήρησης της περιουσίας, σχηματισμού προβλέψεων, διακοπής ζημιογόνων συμβάσεων και εν γένει μέτρα αποτροπής της πτώχευσης.

Η εστίαση στο συμφέρον των δανειστών και το γεγονός ότι πλέον η εταιρεία διαχειρίζεται αλλότρια κεφάλαια, επιβάλλουν τροποποίηση των στόχων της εταιρικής εποπτείας, με σκοπό πλέον την εξασφάλιση εσόδων και επιβίωσης της εταιρείας για χρονικό διάστημα αρκετό για την αποπληρωμή των οφειλών. Όπως έχει αναφερθεί, ο σκοπός αυτός συνήθως δεν ταυτίζεται με αυτό των μετόχων, το οποίο ίσως επιβάλλει τη διενέργεια επενδύσεων με σκοπό την ενίσχυση της μακροχρόνιας αξίας της μετοχής. Σε αυτές τις περιπτώσεις το καθήκον επιμέλειας των διοικητών για την προώθηση των συμφερόντων της εταιρείας αλλοιώνεται από το συμφέρον των δανειστών και δημιουργεί ενδεχομένως υποχρέωση επανελέγχου της οργάνωσης της εταιρείας και αλλαγών στη δομή αυτής, αν αυτή κριθεί απαραίτητη για την εξυπηρέτηση των νέων στόχων¹⁴⁷.

Στο ισχύον εταιρικό δίκαιο υπάρχουν διατάξεις οι οποίες προδιαθέτουν για μια τέτοια προσέγγιση. Έτσι το άρθρο 47 ΚΝ 2190/1920 επιβάλλει στους διοικητές τη σύγκληση γενικής συνέλευσης, σε περίπτωση που το κεφάλαιο μειωθεί κάτω από το ½ ώστε η συνέλευση να αποφασίσει τη λήψη των κατάλληλων μέτρων. Εντούτοις, η υποχρέωση αυτή δεν επιτελεί άμεση προστατευτική λειτουργία υπέρ των εταιρικών δανειστών αλλά απλώς έχει σκοπό την ενημέρωση των μετόχων. Γι αυτό και αν οι μέτοχοι δεν λάβουν μέτρα για την εξυγίανση της εταιρείας, οι διοικητές μπορούν να συνεχίσουν τη λειτουργία της χωρίς να ευθύνονται μέχρι το στάδιο της αφερεγγυότητας. Με την εφαρμογή κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης αλλά και με τη θέσπιση νέων ειδικότερων εντός αυτού του πλαισίου που να συνδέονται με την αφερεγγυότητα της επιχείρησης μπορεί να επιτευχθεί η θέσπιση υποχρέωσης των διοικητών της εταιρείας που βρίσκεται στο προθάλαμο της αφερεγγυότητας να λάβουν εξυγιαντικά μέτρα με γνώμονα την προστασία των συμφερόντων των εταιρικών δανειστών και να αποφεύγουν τις οportoουνιστικές συμπεριφορές, έστω κι αν αυτές δεν τυγχάνουν της έγκρισης των κυρίων εταίρων¹⁴⁸. Η ευθυγράμμιση της αποφασιστικής αρμοδιότητας (decision making) με το μετοχικό συμφέρον και από ένα σημείο κι έπειτα με το συμφέρον των δανειστών της εταιρείας όπως αναλύθηκε ανωτέρω στο πλαίσιο των προβλημάτων που προκύπτουν από τη θεωρία της αντιπροσώπευσης (agency problems) αποτελούν και το κύριο ζητούμενο για τους κανόνες της εταιρικής διακυβέρνησης. Εξάλλου η εταιρική διακυβέρνηση ορίζεται ως «ένα σύνολο από εργαλεία θεσμικά αλλά και προερχόμενα από την ίδια την αγορά που ωθούν τους διοικούντες την επιχείρηση [...] να λάβουν αποφάσεις που μεγιστοποιούν την αξία της εταιρείας για λογαριασμό των ιδιοκτητών της»¹⁴⁹.

Πρότυπο σε αυτή την κατεύθυνση αποτελεί το γερμανικό δίκαιο με τη διάταξη της §91 II AktG, η οποία εισήχθη με το νόμο για τον έλεγχο και τη διαφάνεια στο πεδίο των επιχειρήσεων του 1998: Το ΔΣ της ανώνυμης εταιρείας οφείλει να εγκαταστήσει σύστημα

¹⁴⁷ Γ.Κ.Σιγανίδης «Οι υποχρεώσεις της διοίκησης της ανώνυμης εταιρείας πριν και μετά την εμφάνιση ενδείξεων επερχόμενης αφερεγγυότητας» ΔΕΕ 6/2015, σελ 615

¹⁴⁸ ΝΚ Ρόκας “Ευθύνη για παρέκκλιση της πτώχευσης”, ΕΕμπΔ 2008 σελ.23

¹⁴⁹ F. Drescher, “Insolvency Timing and Managerial Decision-Making”, Springer Fachmedien Wiesbaden 2014 σελ.9

εποπτείας και έγκαιρης προειδοποίησης ώστε να αποφευχθούν καταστάσεις που θέτουν σε κίνδυνο τη συνέχιση της εταιρείας.

Στο γαλλικό δίκαιο επίσης, υπάρχει υποχρέωση των ελεγκτών να σηµάνουν συναγερµό σε περίπτωση που διαπιστώσουν γεγονότα που θέτουν σε κίνδυνο τη συνέχιση της εταιρείας (procedure d'alerte). Αντίστοιχο είναι το εσωτερικό σύστημα ελέγχου του ρίσκου στο αµερικάνικο δίκαιο.

Στη θεωρία έχει διατυπωθεί πρόταση¹⁵⁰ για τη διαµόρφωση ενός συστήµατος ευθύνης ιδίως των διοικητών για την αντιμετώπιση των κρίσεων. Σε αυτό το σύστηµα οι διοικητές έχουν να ελέγχουν και να διαγιγνώσκουν έγκαιρα την επερχόµενη κρίση, να επεξεργάζονται σχέδια εξυγίανσης της εταιρείας και να ενηµερώνουν τους εταίρους για την ανάγκη εξυγίανσης. Η διαφορά της πρότασης µε το ισχύον δίκαιο, το οποίο βέβαια προβλέπει τη γενική υποχρέωση των διοικητών για λήψη μέτρων όταν η εταιρεία βρίσκεται σε κρίση, έγκειται στο ότι αυτή η υποχρέωση των διοικητών να υφίσταται σε οργανωµένη βάση και να δηµιουργείται υποχρέωση εξυγίανσης όχι µόνο έναντι της εταιρείας αλλά και έναντι των δανειστών (ανεξάρτητα ή και παρά τη βούληση των δανειστών).

Ωστόσο η εφαρµογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στην εταιρεία, όπως θα παρουσιαστούν και στο επόµενο κεφάλαιο δεν έχει ανάγκη την πρωτοβουλία του νοµοθέτη, καθώς οι εν λόγω κανόνες είναι υποχρεωτικοί µόνο για τις εισηγµένες σε οργανωµένη αγορά εταιρείες. Είναι αποσυνδεδεµένοι από οποιαδήποτε συλλογική διαδικασία και ουσιαστικά µπορούν ήδη να εφαρµοστούν από εταιρείες (που δεν τους εφαρµόζουν ήδη) είτε επειδή θέλουν να βελτιώσουν τη λειτουργία τους και να ενισχύσουν τη διαφάνεια τους είτε επειδή ενδεχοµένως προετοιµάζονται για την εισαγωγή σε οργανωµένη αγορά.

Το θετικό χαρακτηριστικό εξάλλου των κανόνων της εταιρικής διακυβέρνησης είναι ότι µπορούν να εφαρµοστούν σε µια εταιρεία, χωρίς να βασίζεται η εφαρµογή αυτή σε υποχρεωτικό κανόνα δικαίου υπό συγκεκριµένες προϋποθέσεις, αλλά να έχουν τη µορφή Εσωτερικού Κανονισµού ή ακόµα και καταστατικού ως ένα βαθµό, ώστε να καταστούν «εσωτερικό δίκαιο» για µια εταιρεία, που θα είναι βέβαια από οργανωτικής απόψεως διατεθειµένη να τους υποστηρίξει. Μια τέτοια κίνηση ρεαλιστικά θα µπορούσε να προέλθει είτε από µέλος του ΔΣ της εταιρείας µε σηµαντική επιρροή ή και από τον πλειοψηφούντα µέτοχο, είτε όσο ακόµα η λειτουργία της εταιρείας είναι οµαλή είτε µε τα πρώτα σηµάδια κρίσης, αλλά πάντοτε λαµβάνοντας υπόψη συγκεκριµένες συνθήκες: το χρονικό διάστηµα που θα χρειαστεί για τέτοιου είδους δοµικές αλλαγές, την ύπαρξη προσώπων ικανών να στελεχώσουν τους νέους µηχανισµούς της εταιρείας αλλά κυρίως την ύπαρξη πρωτοβουλίας για την εν λόγω αναδιάρθρωση και στήριξη αυτής.

¹⁵⁰ NK Ρόκας, ό.π. σελ. 23 µε παραπομπή σε Veil "Krisenbewältigung durch Gesellschaftsrecht", ZGR 2006, 374

2 Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΚΑΝΟΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΚΑΜΨΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

2.1 Αρχές εταιρικής διακυβέρνησης με αναδιοργανωτικό χαρακτήρα

Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης επικεντρώνονται στις σχέσεις μεταξύ της διοίκησης της εταιρείας, των μετόχων και λοιπών κοινωνικών εταίρων (stakeholders) παρέχοντας τη σχετική δομή και υποδομή μέσω της οποίας τίθενται οι στόχοι της εταιρείας καθώς και τα μέτρα για να επιτευχθούν οι εν λόγω στόχοι. Συγκεκριμένα, στο επίκεντρο της γενικής θεωρίας για την εταιρική διακυβέρνηση βρίσκονται οι κανόνες, οι οποίοι λειτουργούν ως εργαλεία για την ευθυγράμμιση των διοικητικών αποφάσεων με τη βελτιστοποίηση της εταιρικής απόδοσης. Δεδομένου, βέβαια, ότι οι περισσότεροι από αυτούς τους κανόνες είναι προκαθορισμένοι από τους εθνικούς νόμους και κανονισμούς, διαμορφώνονται κατά συνέπεια διαφορετικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης σε ολόκληρο τον κόσμο. Επομένως, αυτό το συμβατικό σύστημα ευθυγράμμισης συμφερόντων που θα δημιουργηθεί από τους μετόχους, πρέπει να συμμορφώνεται με το σχετικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης το οποίο ισχύει σε μια έννομη τάξη και καθορίζει ορισμένες παραμέτρους ελέγχου και ελέγχει, παράλληλα, το πεδίο εφαρμογής για το σχεδιασμό άλλων παραμέτρων.

Οι ως άνω κανόνες διακρίνονται κυρίως σε κανόνες για την παροχή κινήτρων και σε κανόνες με εποπτική λειτουργία, με τις δύο κατηγορίες να αποσκοπούν εν προκειμένω στην επαναφορά της ευθυγράμμισης των συμφερόντων των διοικούντων, τα οποία είναι το πιθανότερο λόγω της εταιρικής κρίσης να έχουν παρεκκλίνει, με το εταιρικό συμφέρον.

Οι κανόνες με εποπτική λειτουργία, σε αντίθεση με αυτούς που παρέχουν κίνητρα - οι οποίοι αποτελούν ουσιαστικά παράγοντες με άμεση επιρροή στη συμπεριφορά των διοικούντων- εξασφαλίζουν τη συμμόρφωση των διοικούντων θέτοντας κίνητρα που εξυπηρετούν το εταιρικό συμφέρον, δηλαδή την επίτευξη του εταιρικού σκοπού, αναγκαστικά: η εποπτεία καθ' αυτή έχει έμμεσο αποτέλεσμα στη συμπεριφορά του διοικούντα καθώς βρίσκεται υπό την απειλή της επιβολής κυρώσεων λόγω μη ικανοποιητικής απόδοσης από την πλευρά του. Θα μπορούσε, μάλιστα να χαρακτηριστεί ως μια μορφή συναλλαγής, καθώς όσο μεγαλύτερη ταύτιση υπάρχει για τον διοικούντα με τους σκοπούς της εταιρείας τόσο λιγότερη θα είναι και η επιβαλλόμενη σε αυτόν εποπτεία και vice versa. Παρά το γεγονός ότι η διάκριση μεταξύ εποπτικών εργαλείων και εργαλείων παροχής κινήτρων δεν είναι πάντα εφικτή, ως κίνητρα αντιμετωπίζονται οι κανόνες αυτοί που ασκούν άμεση επίδραση στη συμπεριφορά των διοικούντων ενώ αντίθετα οι κανόνες εποπτείας των διοικητικών συμβούλων επηρεάζουν τη συμπεριφορά τους μόνο με έμμεσο τρόπο.

2.1.1 Το Διοικητικό Συμβούλιο και τα Μέλη του

Στην καλύτερη περίπτωση μέχρι σήμερα υφίστανται κανόνες, οι οποίοι θέτουν απλώς κάποιες αρνητικές προϋποθέσεις για τη συμμετοχή κάποιου στο διοικητικό συμβούλιο, οι οποίες συνήθως αφορούν την αντικειμενικότητα και την ανεξαρτησία του. Με τέτοιου είδους κριτήρια εξασφαλίζεται, στο βαθμό που συμβαίνει, η αποφυγή συγκρούσεων συμφερόντων ή άλλως η τήρηση της υποχρέωσης πίστης εκ μέρους των μελών του διοικητικού συμβουλίου και ένα ελάχιστο επίπεδο εξυπηρέτησης εταιρικού συμφέροντος¹⁵¹.

Κατά την αναδιοργάνωση μια εταιρείας που έχει εισέλθει σε κρίση, το ζητούμενο είναι η ενίσχυση της διαφάνειας και της αποτελεσματικότητας του τρόπου με τον οποίο ελέγχεται και διοικείται, ούτως ώστε να γίνουν κι τα πρώτα βήματα για τη σταδιακή επαναφορά της σε μια κανονικότητα. Οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης περιέχουν τις ρυθμίσεις εκείνες που με τη σωστή εφαρμογή τους θα μπορούσαν να ενισχύσουν τη διαφάνεια και τη λειτουργικότητα της εταιρείας. Περιέχουν, ωστόσο, διάφορα επιμέρους συστήματα και η κατανομή μέσω αυτών των εξουσιών τα οποία αναπτύσσονται και εφαρμόζονται ανάλογα με τις ανάγκες της εκάστοτε εταιρείας αλλά και το ισχύον πλαίσιο σε κάθε έννομη τάξη¹⁵².

Στο επίκεντρο της όλης συζήτησης για την εταιρική διακυβέρνηση βρίσκονται έντονοι προβληματισμοί σχετικά με τη σύνθεση του ΔΣ. Όπως αναφέρθηκε εξάλλου, σύμφωνα με το τον ευρύτερο ορισμό του βρετανικού κώδικα Cadbury, η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί «το σύστημα ελέγχου και διοίκησης των εταιρειών», από τον οποίο προκύπτει πως οι βασικές επιδιώξεις συνοψίζονται

- στη βελτίωση της αποδοτικότητας της εταιρείας
- την αύξηση της μετοχικής επιρροής στην εταιρική διοίκηση και
- βελτίωση των εσωτερικών μηχανισμών ελέγχου

θέτοντας έτσι τη δομή και τη λειτουργία του ΔΣ στο κέντρο του προβληματισμού¹⁵³.

Η κύρια διάκριση των συστημάτων διοίκησης της εταιρείας γίνεται σε δυο μεγάλες κατηγορίες με διάφορες παραλλαγές:

- Το μονιστικό σύστημα σύμφωνα με το οποίο η διοίκηση της εταιρείας ανατίθεται σε ένα όργανο το ΔΣ
- Το δυαδικό σύστημα σύμφωνα με το οποίο η διοίκηση ασκείται από 2 όργανα την «εκτελεστική διοίκηση» και το «εποπτικό συμβούλιο»

¹⁵¹ Γ.Σωτηρόπουλος «Οικονομική κρίση και εταιρική διακυβέρνηση» ΕΕμπΔ 2010, σελ.6

¹⁵² ΧΚ Λιβαδά « Το ΔΣ τη ανώνυμης εταιρείας και οι Κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης», Νομική Βιβλιοθήκη 2016, σελ 172

¹⁵³ Λ.Ι.Αθανασίου «Μη εκτελεστικά μέλη ΔΣ», Πρακτικά 12^{ου} Συνεδρίου Εμπορικών «Σύγχρονα Ζητήματα εταιρικής ευθύνης», Νομική Βιβλιοθήκη 2003. Σελ 79

Το μονιστικό σύστημα, περισσότερο οικείο στην ελληνική πραγματικότητα διευθύνει τις εταιρικές υποθέσεις μέσω αποτελεσματικών συνετών και αποτελεσματικών ελέγχων, επιτρέποντας την αξιολόγηση και τη διαχείριση των κινδύνων στους οποίους εκτίθεται, εξετάζει σε τακτή βάση την απόδοση της διοίκησης, ενώ υπάρχει η δυνατότητα να αναθέτει την άσκηση εξουσιών σε συγκεκριμένα μέλη ή σε τρίτα πρόσωπα¹⁵⁴.

Βασικό χαρακτηριστικό του μονιστικού συστήματος, όσον αφορά την άσκηση ελέγχου των μελών του, αποτελεί η καθιέρωση της υποχρέωσης συμμετοχής σε αυτό δύο κατηγοριών μελών των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών, με τη δεύτερη κατηγορία να συνίσταται στους ασκούντες των ελέγχων στα μέλη της πρώτης κατηγορίας, όπως αναλύεται και κατωτέρω.

Αντιθέτως, στο δυαδικό σύστημα η διοίκηση και ο έλεγχος της εταιρείας ασκούνται από δυο διαφορετικά όργανα, την εκτελεστική διοίκηση και το εποπτικό συμβούλιο που χαρακτηρίζονται από διακριτό ρόλο και αποστολή. Προβλέπεται η συμμετοχή εκπροσώπων των μετόχων και των εργαζομένων ενώ στο εποπτικό συμβούλιο συμμετέχουν ανεξάρτητοι εταιρικοί διοικητές. Τα μέλη της εκτελεστικής διοίκησης εκλέγονται από το εποπτικό συμβούλιο, ενώ αναλαμβάνουν και την εκπροσώπηση της εταιρείας την οποία και ασκούν ανεξάρτητα από το εποπτικό συμβούλιο. Καθορίζουν τους μακροπρόθεσμους στόχους και στρατηγική της εταιρείας ενώ παράλληλα συμμετέχουν στην άσκηση ελέγχου από το εποπτικό συμβούλιο και την υποβοηθούν μέσω κατάλληλης πληροφόρησης σε τακτική βάση, σε θέματα που αφορούν μεταξύ άλλων την επιχειρηματική πολιτική που προτίθεται να ασκήσει αλλά και στο πλάνο χρηματοδότησης της εταιρείας, των σχεδιαζόμενων επενδύσεων και σε συναλλαγές, οι οποίες ενδέχεται να έχουν ουσιώδεις επιπτώσεις στην εταιρεία¹⁵⁵. Αντιστοίχως, το εποπτικό συμβούλιο είναι αρμόδιο για το διορισμό και την ανάκληση των μελών της εκτελεστικής διοίκησης, ο έλεγχος των οικονομικών καταστάσεων και η επίβλεψη της διοίκησης της εταιρείας, η οποία μάλιστα περιλαμβάνει την επίβλεψη του εσωτερικού ελέγχου, των εξωτερικών ελεγκτών και της διαχείρισης κινδύνων της εταιρείας¹⁵⁶.

Τα δύο συστήματα, αν και με αρκετές διαφορές με κυριότερη τη δομή τους και τη σαφή διάκριση των αρμοδιοτήτων των μελών τους, παρουσιάζουν σύγκλιση κατά την εφαρμογή τους στην πράξη, γεγονός που οδηγεί στην αντιμετώπισή τους ως “ισοδύναμα”, στις έννομες τάξεις όπου υπάρχει η δυνατότητα επιλογής μεταξύ των δύο¹⁵⁷. Η ισοδύναμία αυτή κατά την εφαρμογή των συστημάτων διοίκησης καθιστά και ιδιαίτερα δύσκολη την πρόκριση ενός από τα δύο συστήματα ως περισσότερο λειτουργικού, στο πλαίσιο της υπόθεσης για ριζική διοικητική αναδιάρθρωση μιας εταιρείας σε κρίση ή σε περίοδο εξυγίανσης, εφόσον βέβαια υπήρχε η εν λόγω δυνατότητα από τον Έλληνα νομοθέτη.

¹⁵⁴ ΧΚ Λιβαδά, ό.π., σελ 178

¹⁵⁵ ΧΚ Λιβαδά, ό.π., σελ 181

¹⁵⁶ ΧΚ Λιβαδά, ό.π., σελ 180

¹⁵⁷ ΧΚ Λιβαδά, ό.π., σελ 182

Εκ πρώτης όψεως, το δυαδικό σύστημα φαίνεται να ταιριάζει καλύτερα σε ένα νομικό πρόσωπο που προσπαθεί να ξεπεράσει τις οικονομικές δυσχέρειες που προκάλεσε η προηγούμενη κακοδιαχείριση και να ανακτήσει τη φερεγγυότητά του. Η ύπαρξη δυο διαφορετικών οργάνων σε επίπεδο ανώτατης διοίκησης της εταιρείας εγγυάται περισσότερη διαφάνεια, καλύτερο έλεγχο όσον αφορά τη λειτουργία της διοίκησης αλλά και το σχεδιασμό της στρατηγικής της. Ο διαχωρισμός αυτός ωστόσο αποτελεί την ίδια στιγμή και αδυναμία του συστήματος στο σημείο που τα μέλη του εποπτικού συμβουλίου καλούνται να ελέγξουν εκ των υστέρων την εκτελεστική διοίκηση, μετά τη λήψη της όποιας απόφασης. Επίσης ο διαχωρισμός αυτός στην πράξη, δεν αποδεικνύεται τόσο απόλυτος καθώς, στο πλαίσιο της άσκησης ελέγχου, το εποπτικό συμβούλιο συνεργάζεται στενά με την εκτελεστική διοίκηση και ενίοτε έχει και συμβουλευτικό ρόλο¹⁵⁸. Ο διαχωρισμός αυτός ενισχύει, μάλιστα, την ασυμμετρία στην πληροφόρηση μεταξύ εποπτικών και εκτελεστικών μελών¹⁵⁹.

Αντίθετα στο μονιστικό σύστημα το ΔΣ λειτουργεί ως ενιαίο όργανο και τα μέλη του καλούνται να εκπληρώνουν ταυτόχρονα τόσο διοικητικά όσο και εποπτικά καθήκοντα, στο πλαίσιο, βέβαια, καθιέρωσης των σχετικών κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης που θα καθορίζουν τις αρμοδιότητες και τα καθήκοντα των εκτελεστικών μελών από αυτές των μη εκτελεστικών μελών¹⁶⁰. Σε αυτή την περίπτωση παροτι η παρουσία ενιαίου συλλογικού οργάνου προδιαθέτει για ευελιξία και αμεσότητα στην άσκηση της διοίκησης, στοιχεία κρίσιμα για την εταιρεία σε συνθήκες πίεσης υπό τη σκιά της επερχόμενης αφερεγγυότητας, και σε αυτή την περίπτωση αδυναμίες που αφορούν τη στενή επικοινωνία και ενίοτε συμβουλή των μη εκτελεστικών μελών προς τα εκτελεστικά δημιουργούν αμφιβολίες για την ποιότητα των ληφθεισών αποφάσεων και κατα πόσο αυτές αποτελούν προϊόν της κατάλληλης ζύμωσης και ελέγχου.

Αντιστοίχως, το μονιστικό σύστημα έχει τέτοια υποδομή που η πληροφόρηση των μελών του ΔΣ είναι θεωρητικά τουλάχιστον ίδιας ποιότητας. Και σε αυτή περίπτωση όμως, είναι εξίσου πιθανό να εντοπιστεί έλλειμα πληροφόρησης, δεδομένου ότι τα μη εκτελεστικά μέλη είναι επιφορτισμένα με την άσκηση ελέγχου στην εταιρεία και δεν είναι δυνατόν να διαθέτουν την καθημερινή πληροφόρηση των εκτελεστικών μελών. Σε κάθε περίπτωση αναγνωρίζεται πάντως πως τα μέλη του διοικητικού οργάνου στο εν λόγω σύστημα έχουν κοινή πρόσβαση στις πηγές πληροφόρησης και ουσιαστικά εναπόκειται στην επίδειξη από το καθένα της αντίστοιχης μέριμνας προκειμένου να επιτύχει την καλύτερη δυνατή ενημέρωση.

¹⁵⁸ ΧΚ Λιβαδά, ό.π., σελ 184

¹⁵⁹ ΧΚ Λιβαδά, ό.π., σελ 187

¹⁶⁰ Συνήθως μέσω του Εσωτερικού Κανονισμού της Εταιρείας

2.1.1.1 Μη Εκτελεστικά Μέλη

Δεδομένου ότι στο ελληνικό δίκαιο εφαρμόζεται το μονιστικό σύστημα με το ενιαίο συλλογικό όργανο διοίκησης, και προκειμένου να γίνει κατανοητό το πλαίσιο ελέγχου για την επίτευξη διαφάνειας, είναι χρήσιμο να αναλυθεί ο ρόλος των μη εκτελεστικών μελών, ως ασκούντων εποπτεία στην επιχείρηση.

Στην ελληνική έννομη τάξη, το ΔΣ ως συλλογικό όργανο έχει ευρύτατη εξουσία διαχείρισης και εκπροσώπησης του νομικού προσώπου, την οποία μπορεί να αναθέτει ολικά ή μερικά σε υποκατάστατα όργανα τα επιλέγονται και ανακαλούνται ελεύθερα από το ΔΣ και υπόκεινται στην παρακολούθησή του. Ο ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης επισημαίνει ότι το μέγεθος και η σύνθεση του ΔΣ πρέπει να εξασφαλίζουν ισορροπία μεταξύ εκτελεστικών, μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών ώστε οι αποφάσεις να μην υπαγορεύονται από ένα άτομο ή μια ομάδα συμφερόντων¹⁶¹.

Έτσι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι δυνατόν να διακρίνονται, στα πλαίσια κατανομής των σχετικών αρμοδιοτήτων, σε εκτελεστικά και σε μη εκτελεστικά¹⁶². Τα πρώτα «ασχολούνται με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρείας» ενώ τα δεύτερα είναι επιφορτισμένα «με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων». Η διάκριση εκτελεστικών-μη εκτελεστικών μελών προέκυψε από την ύπαρξη ή όχι σχέσης εξαρτημένης εργασίας για την απασχόλησή τους στην εταιρεία¹⁶³, με αποτέλεσμα όσοι δεν εργάζονταν στην εταιρεία να θεωρούνται *outside directors* ενώ όσοι εργάζονταν, *inside directors* αντιστοίχως¹⁶⁴. Η εν λόγω διάκριση δεν αποκλείει βέβαια την εμπλοκή των μη εκτελεστικών μελών από την εμπλοκή στα καθημερινά θέματα διοίκησης, αλλά τονίζει ουσιαστικά την άμεση ενασχόληση των εκτελεστικών μελών με τα σχετικά ζητήματα, δηλαδή την ενασχόληση με τις επιμέρους ενέργειες για την πραγμάτωση των σχετικών πράξεων υλοποιώντας σχετικές αποφάσεις του συμβουλίου ή λαμβάνοντας και τα ίδια τέτοιες αποφάσεις εφόσον αυτές εντάσσονται στη σφαίρα των ειδικότερων καθηκόντων τους (*day to day management*)¹⁶⁵.

Αυτό βέβαια δε σημαίνει πως τα μη εκτελεστικά μέλη δε θα συμμετέχουν στη λήψη των σχετικών αποφάσεων, ο ρόλος τους ωστόσο θα περιορίζεται στην παρακολούθηση εποπτεία της υλοποίησης αυτών των αποφάσεων και των ενεργειών των εκτελεστικών μελών. Έτσι επιτυγχάνεται η διατήρηση της ενότητας του συμβουλίου ως οργάνου διοίκησης της εταιρείας καθώς το ΔΣ λαμβάνει μεν τις αποφάσεις ως ενιαίο συλλογικό όργανο αλλά τα εκτελεστικά είναι τα μέλη που τις υλοποιούν. Από την πλευρά τους τα μη

¹⁶¹ ΕΚΕΔ, Οκτώβριος 2013 "Ρόλος και αρμοδιότητες του ΔΣ» σελ.7

¹⁶² Άρθρο 2 παρ.1 Ν3016/2002

¹⁶³ Η διάκριση υιοθετήθηκε από τις περισσότερες αμερικάνικες και βρετανικές εταιρείες και στη συνέχεια επεκτάθηκε στα περισσότερα οργανωτικά συστήματα.

¹⁶⁴ Λ.Ι.Αθανασίου «Μη εκτελεστικά μέλη ΔΣ», Πρακτικά 12^{ου} Συνεδρίου Εμπορικόλογων «Σύγχρονα Ζητήματα εταιρικής ευθύνης», Νομική Βιβλιοθήκη 2003. Σελ 94

¹⁶⁵ Σ.Α. Μούζουλας « Ν.3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση» Σάκκουλας 2003, σελ 72

εκτελεστικά μέλη με τον εποπτικό τους ρόλο είναι σε θέση να δώσουν και περαιτέρω κατευθύνσεις στο πλαίσιο αποφάσεων του συμβουλίου ή της εποπτείας της καθημερινής διοίκησης της εταιρείας¹⁶⁶.

Παρατηρείται πως οι αρμοδιότητες των εκτελεστικών μελών είναι σαφώς πιο περιορισμένες σε σχέση με αυτές των μη εκτελεστικών μελών. Αφενός η έννοια των «καθημερινών υποθέσεων» δεν μπορεί να προσδιοριστεί με ακρίβεια. Δεν συμπίπτει απόλυτα με την έννοια των τρεχουσών συναλλαγών¹⁶⁷ ούτε και με την εξουσία εκπροσώπησης του νομικού προσώπου, εκτός βέβαια αν η εκπροσώπηση ασκείται σε ζητήματα που ανάγονται στις καθημερινές υποθέσεις¹⁶⁸. Αφετέρου τα μη εκτελεστικά μέλη έχουν μια γενική αρμοδιότητα στην ενασχόληση τους με τη διοίκηση της εταιρείας («με όλα τα εταιρικά ζητήματα»)περιλαμβάνοντας έτσι και θέματα εκτός του πλαισίου της εταιρικής διοίκησης και συνακόλουθα του πεδίου δράσης του ΔΣ. Η επιλογή στη διαφοροποίηση αυτή στο εύρος της αρμοδιότητας στηρίζεται σ' αυτόν ακριβώς τον εποπτικό ρόλο των μελών, ο οποίος περιλαμβάνει το καθήκον προώθησης, μέσα από το πλαίσιο δράσης του οργάνου της διοίκησης της εταιρείας, του συνόλου των ζητημάτων που εγγράφονται στη λειτουργία της εταιρείας, ακόμα κι αυτών που θα επιτρέψουν στα λοιπά όργανα της εταιρείας να ασκήσουν τις αρμοδιότητές τους κατά τον επωφελέστερο για την εταιρεία τρόπο, χωρίς όμως να υποκαθιστά το ρόλο των λοιπών φορέων εξουσίας στην εταιρεία ούτε και να περιορίζει τις αρμοδιότητες των λοιπών εταιρικών οργάνων¹⁶⁹.

Η εποπτική λειτουργία των μη εκτελεστικών μελών διενεργείται είτε σε περιοδική βάση είτε έκτακτα με πρωτοβουλία των εκτελεστικών ή των μη εκτελεστικών μελών. Η παρακολούθηση έχει την έννοια της παρέμβασης είτε εκ των προτέρων, με τη χάραξη κατευθύνσεων προς τα εκτελεστικά μέλη, είτε εκ των υστέρων με τη διενέργεια διαπιστωτικού ελέγχου της δραστηριότητας των εκτελεστικών μελών. Στο πλαίσιο αυτών των καθηκόντων, δεδομένα πρέπει να προάγονται οι εταιρικές υποθέσεις ακόμα και αυτών που εντάσσονται στο πεδίο της καθημερινής δράσης των εκτελεστικών μελών και να ελέγχεται η αποτελεσματικότητα στην περαίωση της βάσει, τηρουμένων των ισχυουσών συνθηκών, της τελικής έκβασης. Σε κάθε περίπτωση πρέπει να δίνεται προσοχή στο ρυθμό παρέμβασης των μη εκτελεστικών μελών καθώς η συνεχής εμπλοκή στα καθημερινά ζητήματα της εταιρείας, στο επίπεδο λήψης αποφάσεων και υλοποίησής τους θα δημιουργούσε σύγχυση ρόλων, κάτι που απαγορεύεται από τους σχετικούς κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης αλλά και του σχετικού ελληνικού νόμου 3016/2002¹⁷⁰.

Τα μη εκτελεστικά μέλη μπορούν να εισαχθούν στη διοίκηση της εταιρείας είτε με τη δημιουργία εντός του ΔΣ δύο συλλογικών οργάνων αποτελούμενων αποκλειστικά από

¹⁶⁶ Σ.Α. Μούζουλας, ό.π., σελ 73

¹⁶⁷ Ως καθημερινές συναλλαγές της εταιρείας θεωρούνται αυτές που πραγματοποιούνται από μέρα σε μέρα σε επαναλαμβανόμενο ρυθμό, προς την προώθηση των εργασιών της εταιρείας

¹⁶⁸ Σ.Α. Μούζουλας, ό.π., σελ 73

¹⁶⁹ Σ.Α. Μούζουλας, ό.π., σελ 74

¹⁷⁰ Άρθρο 3

εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη αντιστοίχως ή με τη δημιουργία των σχετικών θέσεων για τα μη εκτελεστικά μέλη και διατήρηση της ενότητας του συμβουλίου ως οργάνου, όπως είναι και επιλογή του Έλληνα νομοθέτη στο Ν.3016/2002. Ως ελάχιστος αριθμός μη εκτελεστικών μελών σε ένα ΔΣ αναφέρεται το 1/3 του συνολικού αριθμού των συμβούλων, βάσει του Άρ.3 παρ.1 του νόμου του 2002 και σε κάθε περίπτωση διασφαλίζεται η παρουσία 2 τουλάχιστον μελών, δεδομένου ότι στο νόμο αναφέρονται συνέχεια τον πληθυντικό. Η συνύπαρξη βέβαια των διαφορετικών τύπων μελών δεν επηρεάζει την διαδικασία λήψης αποφάσεων στο συμβούλιο καθώς η αρχή της πλειοψηφίας ισχύει και σε αυτή την περίπτωση κανονικά. Αυτό όμως επηρεάζει την άσκηση εποπτείας στα εκτελεστικά μέλη του συμβουλίου καθώς ως μειοψηφία δεν μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά την απόφαση του συλλογικού οργάνου, μέσω της οποίας μπορεί αποκλειστικά να περάσει πράξη επιβολής στα εκτελεστικά μέλη. Αναγκαστικά λοιπόν περιορίζονται να επιχειρούν να επιβάλουν τις απόψεις τους στα υπόλοιπα μέλη, ώστε να αναγνωριστούν ως ορθές και έτσι να αποκτήσουν την ισχύ απόφασης ΔΣ¹⁷¹. Στο πλαίσιο της εξειδίκευσης του καθήκοντος ενεργούς εποπτείας των μη εκτελεστικών μελών γίνεται η διάκριση σε υποχρέωση των συμβούλων για διαρκή κριτική ενημέρωση αλλά και για καθήκον εναντίωσης εφόσον διαφωνούν με τις προτάσεις ή τις αποφάσεις των εκτελεστικών μελών.

Το καθήκον ενημέρωσης απορρέει από τη μια από τις βασικές υποχρεώσεις¹⁷² των διοικητικών συμβούλων κατά τη διαχείριση των εταιρικών υποθέσεων, όπως αναλύθηκαν ανωτέρω¹⁷³ και συγκεκριμένα από την υποχρέωση επιμέλειας. Αυτή περιλαμβάνει τρεις βασικές επιμέρους υποχρεώσεις: την υποχρέωση μέριμνας για τις εταιρικές υποθέσεις, την υποχρέωση ενημέρωσης και την υποχρέωση εύλογης επιχειρηματικής κρίσης, με τις δύο πρώτες να αφορούν κατ' εξοχήν τα μη εκτελεστικά μέλη¹⁷⁴. Η υποχρέωση μέριμνας (duty of attention) περιλαμβάνει την τακτική συμμετοχή στις συνεδριάσεις του ΔΣ αλλά και τη διαμόρφωση προσωπικής γνώσης για την οικονομική κατάσταση και την απόδοση της εταιρείας, συνδεδεμένη έτσι άμεσα με τον ρόλο των μη εκτελεστικών μελών.

Στο ελληνικό δίκαιο, ωστόσο, δεν γίνεται διευκρίνιση των σχετικών αρμοδιοτήτων των μη εκτελεστικών μελών και η όποια εξειδίκευση εναπόκειται στον Εσωτερικό Κανονισμό της εταιρείας, ώστε να εξασφαλισθεί η ελαστικότητα προσαρμογής των καθηκόντων των μη εκτελεστικών μελών στις ανάγκες και οργανωτικές ιδιαιτερότητες της κάθε εταιρείας. Ωστόσο με βάση και το Ν.3016/2002¹⁷⁵ και την υποχρέωση των μελών ΔΣ για συνεργασία και παροχή πληροφοριών με τους εσωτερικούς ελεγκτές της εταιρείας, συνάγεται (ως προϋπόθεση για τη συνεργασία) η υποχρέωση προηγούμενης ενημέρωσης των συμβούλων, η οποία και αυτή με τη σειρά τη μπορεί να προκύψει μέσω της τακτικής συμμετοχής στις συνεδριάσεις του ΔΣ αλλά και της αξίωσης για χορήγηση

¹⁷¹ Σ.Α.Μούζουλας, ό.π. σελ. 77

¹⁷² Υποχρέωση Πίστης και Υποχρέωση επιμέλειας

¹⁷³ Ενότητα 1.1.1

¹⁷⁴ Λ.Ι.Αθανασίου, ό.π. σελ 111

¹⁷⁵ Άρθρο 7 παρ.4

πληροφοριών σχετικών με τα θέματα που αφορούν άμεσα την εταιρεία αλλά και τη γενικότερη πορεία της εταιρείας¹⁷⁶. Η ενημέρωση αυτή συνιστά όχι μόνο υποχρέωση αλλά και δικαίωμα των μη εκτελεστικών μελών και, δεδομένου ότι η άσκηση του εν λόγω δικαιώματος δεν εξυπηρετεί μόνο τα συμφέροντα του δικαιούχου του αλλά και άλλων προσώπων και εν προκειμένω ιδίως της εταιρείας και των μετόχων, θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι αποτελεί «λειτουργικό δικαίωμα»¹⁷⁷.

Επιπρόσθετα, δεδομένης της ενεργούς συμμετοχής στις συνεδριάσεις του ΔΣ για τη λήψη αποφάσεων, υφίσταται παρεπόμενη υποχρέωση εναντίωσης για το μη εκτελεστικό μέλος στις προτάσεις των διευθυντικών στελεχών, εφόσον φυσικά διαφωνεί με το περιεχόμενό τους, ειδικά μάλιστα αν ανακύπτουν από τις συναλλαγές της εταιρείας περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων. Έτσι είναι εφικτή και η άσκηση εποπτείας μέσω της αμφισβήτησης ή και της ενδεχόμενης ανάκλησης των εκτελεστικών μελών ή τρίτων στους οποίους έχουν ανατεθεί διαχειριστικά καθήκοντα.

Όσον αφορά δε ζήτημα ιδιαίτερης ευθύνης, τα μη εκτελεστικά μέλη φέρουν τον ίδιο κίνδυνο ευθύνης με τα εκτελεστικά μέλη στο πλαίσιο της συλλογικής τους δράσης εντός του συλλογικού οργάνου. Ωστόσο τίθεται θέμα τυχόν διαβάθμισης ή ποιοτικής διαφοροποίησης της ευθύνης των δυο κατηγοριών μελών κατά την αξιολόγηση της ευθύνης των μελών του ΔΣ, βάσει του Άρ.22^α ΚΝ 2190/1920 που ακολουθεί το αμερικάνικο και το γαλλικό παράδειγμα της αντικειμενικότητας¹⁷⁸, η οποία κρίνεται ορθή λόγω των διαφορετικών καθηκόντων με τα οποία επιφορτίζονται τα εκτελεστικά και τα μη εκτελεστικά μέλη¹⁷⁹. Το Άρ.22^α στο β' εδάφιο της 2^{ης} παραγράφου του, εξάλλου, ορίζει πως το κριτήριο επιμέλειας του συνετού επιχειρηματία αξιολογείται με βάση την ιδιότητα του κάθε μέλους και τα καθήκοντα που του έχουν ανατεθεί». Έτσι τα μη εκτελεστικά μέλη φέρουν σε κάθε περίπτωση ευθύνη σε περίπτωση ζημίας της εταιρείας, εφόσον δεν ασκούν επιμελώς το καθήκον εποπτείας καθώς και τα ειδικότερα καθήκοντα που τους αντίθενται¹⁸⁰.

Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη

Στο πλαίσιο της μετεξέλιξης του ρόλου του διοικητικού οργάνου από συμβουλευτικό σε εποπτικό μέσω του θεσμού των μη εκτελεστικών μελών, σημαντικό σημείο αποτελεί η καθιέρωση της συμμετοχής στη διοικητικό όργανο, ανεξάρτητων μη εκτελεστικών εταιρικών διοικητών, προσώπων δηλαδή με συγκεκριμένα

¹⁷⁶ Λ.Ι.Αθανασίου, ό.π. σελ 123

¹⁷⁷ ΧΚ Λιβαδά, ό.π. σελ . 203

¹⁷⁸ Λ.Ι.Αθανασίου, ό.π. σελ 134

¹⁷⁹ ΧΚ Λιβαδά, ό.π. σελ.206

¹⁸⁰ ΧΚ Λιβαδά, ό.π. σελ 207 « ιδίως σε σχέση με τη συμμετοχή τους σε επιτροπές του διοικητικού συμβουλίου»

χαρακτηριστικά, ως εχέγγυα για τη δυνατότητα άσκησης εκ μέρους τους αντικειμενικού και αμερόληπτου ελέγχου της διοίκησης¹⁸¹.

Με το νόμο Sarbanes Oxley Act του 2002 στις Η.Π.Α., με τον οποίο εισήχθη για πρώτη φορά ο θεσμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών, καθιερώθηκαν οι προϋποθέσεις σύμφωνα με τις οποίες μέλη του ΔΣ μπορούν να χαρακτηρίζονται ανεξάρτητα:

1. Μη αποδοχή οποιασδήποτε αμοιβής πέρα από την αμοιβή υπό την ιδιότητα του ως μέλη της επιτροπής ελέγχου
2. Απουσία οποιασδήποτε σχέσης με την εταιρεία στην οποία συμμετέχουν ή σε θυγατρικής της επιχείρηση.

Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη, συνεπώς, δεν έχουν κανένα σύνδεσμο με την εταιρεία ενώ τεκνέρεται ότι δεν εξαρτώνται από τους διοικούντες και έχουν τη δυνατότητα να ασκούν έλεγχο ή και να εναντιώνονται σε αποφάσεις, όταν αυτό κρίνεται αναγκαίο. Η ανεξαρτησία των μελών αυτών, σε συνδυασμό με ορθή και επαρκή πληροφόρηση δημιουργεί τις προϋποθέσεις για άσκηση κατάλληλης, εποικοδομητικής κριτικής στα εκτελεστικά μέλη και τη διοίκηση της εταιρείας, στο πλαίσιο πάντα της εξυπηρέτησης των συμφερόντων των μετόχων αλλά και κατ'επέκταση τρίτων μερών, όπως για παράδειγμα οι πιστωτές της εταιρείας¹⁸².

Ο ρόλος μάλιστα των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών συμβάλλει στη βελτίωση και των τριών λειτουργιών του διοικητικού οργάνου: την άσκηση διοίκησης στο επίπεδο λήψης αποφάσεων σε επίπεδο διοικητικού οργάνου, την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών και δικτύου και την άσκηση ελέγχου στους ασκούντες την καθημερινή διοίκηση ακόμα και με τη βοήθεια συμβούλων ή την πρόσβαση σε αξιόπιστες πηγές¹⁸³.

Τη σημασία του θεσμού των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό όργανο της εταιρείας καταδεικνύει και η καθιέρωσή τους στο επίπεδο της ευρωπαϊκής έννομης τάξης με την Οδηγία 2006/43/EK, η οποία υποχρέωνε τις εταιρείες δημοσίου συμφέροντος¹⁸⁴ να διαθέτουν επιτροπές ελέγχου που να αποτελούνται στην πλειονότητά τους από ανεξάρτητα από την ελεγχόμενη οντότητα μέλη¹⁸⁵.

Ωστόσο, οι εν λόγω αναλύσεις δεν έχουν νόημα, αν δεν είναι δυνατή η ορθή εφαρμογή τους από τα πρόσωπα που επωμίζονται αυτά τα καθήκοντα και τις παρεπόμενες ευθύνες. Δυστυχώς, η πραγματικότητα έχει καταδείξει πως ο εποπτικός ρόλος των μη εκτελεστικών μελών, ειδικά όσον αφορά την αντιμετώπιση ενδεχόμενων συγκρούσεων συμφερόντων έχει εξελιχθεί, τα τελευταία χρόνια, σε αδιαφορία κατά την εκτέλεση των καθηκόντων τους, ενώ στερούνται των απαραίτητων γνώσεων. Έτσι, μολονότι τα εκτελεστικά μέλη ενός ΔΣ, αποτελούν όπως αναλύθηκε, το αντικείμενο της

¹⁸¹ Χ.Κ.Λιβαδά «Το ΔΣ της Ανώνυμης Εταιρείας και οι Κανονες Εταιρικής Διακυβέρνησης – Η επίδραση του θετικού δικαίου» Νομική Βιβλιοθήκη 2016 σελ.215

¹⁸² ΧΚ Λιβαδά, ό.π. σελ 218

¹⁸³ ΧΚ Λιβαδά, ό.π. σελ. 219

¹⁸⁴ δηλ. εισηγμένες εταιρείες, πιστωτικά ιδρύματα, ασφαλιστικές επιχειρήσεις εισηγμένες ή μη

¹⁸⁵ Οδηγία 2006/43/EK μετά την τροποποίησή της από την Οδηγία 2014/56/ΕΕ, Άρ.39 παρ.1

εποπτείας και του ελέγχου από τα μη εκτελεστικά, εξακολουθούν να διατηρούν τη δυνατότητα λήψης καθοριστικών αποφάσεων, βασιζόμενοι στην επιρροή που τους παρέχει το πλεονέκτημά τους στην ασυμμετρία γνώσεων και πληροφόρησης για τις εταιρικές υποθέσεις. Ακολουθώντας τα μη εκτελεστικά μέλη αντιμετωπίζονται ως έχοντα διακοσμητικό ρόλο στο ΔΣ, καθώς ουσιαστικά έχουν εξελιχθεί σε συμβούλους μειωμένων αρμοδιοτήτων και ευθυνών¹⁸⁶. Τα μη εκτελεστικά μέλη θα πρέπει να έχουν στον ίδιο βαθμό με τα εκτελεστικά τα απαραίτητα προσόντα για την άσκηση της εταιρικής διοίκησης και θα πρέπει να αφιερώνουν τον ίδιο χρόνο και κόπο με τα εκτελεστικά, έστω κι αν οι αρμοδιότητές τους διαφέρουν. Το ΔΣ θα πρέπει να συγκροτείται από μέλη τα οποία ως σύνολο να διαθέτουν την ποικιλία γνώσεων, κρίσης και εμπειρίας που απαιτείται για την άσκηση των καθηκόντων τους¹⁸⁷.

Είναι εμφανές συνεπώς πως ακόμα σημαντικότερη προϋπόθεση από την ύπαρξη μηχανισμών εποπτείας σε μια εταιρεία είναι η ορθή στελέχωση της ειδικά σε τόσο σημαντικές θέσεις, ούτως ώστε να επέρχονται και τα προσδοκώμενα αποτελέσματα.

2.1.1.2 Διάκριση ρόλων Διευθύνοντος Συμβούλου και Προέδρου ΔΣ

Η αποτελεσματικότητα των μη εκτελεστικών μελών όπως αναλύθηκε ανωτέρω εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ίδια την προεδρία του διοικητικού συμβουλίου. Γι αυτό σε αυτές τις περιπτώσεις, ειδικά όταν ακολουθείται το μονιστικό σύστημα διοίκησης, ενδείκνυται, προς ενίσχυση του ελεγκτικού ρόλου του συμβουλίου, η διάσπαση των ρόλων του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου και η ανάθεση της προεδρίας σε μη εκτελεστικό μέλος¹⁸⁸.

Ο ρόλος του προέδρου πρέπει να εστιάζει κατά κύριο λόγο στη διασφάλιση της ορθής λειτουργίας του ΔΣ, της συζήτησης σε αυτό όλων των θεμάτων τα οποία θα πρέπει να αποτελούν αντικείμενο λήψης της απόφασης από το εν λόγω όργανο και στη διασφάλιση ότι όλα τα μέλη του ΔΣ είναι σε θέση να ασκούν τα καθήκοντά τους. Ο πρόεδρος του ΔΣ, επίσης, οφείλει να διασφαλίζει πως η πληροφόρηση των διοικητών είναι επαρκής για τα θέματα που συζητούνται στο συμβούλιο και ότι τόσο τα εκτελεστικά όσο και τα μη εκτελεστικά μέλη ανταποκρίνονται στα καθήκοντά τους¹⁸⁹. Σε κάθε περίπτωση, πάντως, ελλοχεύει και ο κίνδυνος συγκέντρωσης των εξουσιών στο ίδιο

¹⁸⁶ Γ.Σωτηρόπουλος «Οικονομική κρίση και Εταιρική Διακυβέρνηση» ΕΕμπΔ 2010, σελ.7

¹⁸⁷ Σύσταση Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με τον ρόλο των μη εκτελεστικών και των εποπτικών διοικητικών στελεχών των εισηγμένων εταιρειών, 15.2.2005, σημεία 11.1 επόμεν.

¹⁸⁸ Περίπτωση που δυστυχώς δεν έχει συμπεριλάβει ο Ν 3016/2002

¹⁸⁹ Χ.Κ.Λιβαδά , ό.π. σελ.250

πρόσωπο, γεγονός που δημιουργεί ευνοϊκές συνθήκες για εμφάνιση περιπτώσεων κακοδιαχείρισης, όπως έχει ήδη αναλυθεί σε προηγούμενη ενότητα¹⁹⁰.

Με το διαχωρισμό αυτό, πάντως, το ίδιο το ΔΣ θα είναι πιο αποτελεσματικό σε επίπεδο λειτουργίας καθώς θα βελτιωθεί η ικανότητα πρόληψης τυχόν εταιρικής κρίσης ή ακόμα και στην περίπτωση δυσκολιών για την εταιρεία, οι κινήσεις των διοικήτων θα είναι καλύτερα συντονισμένες, πιο άμεσες και αποτελεσματικές¹⁹¹.

2.1.1.3 Αμοιβές Μελών ΔΣ

Στις αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας ανήκει και η σύνδεση των αμοιβών των μελών του αλλά και των υψηλόβαθμων διοικητικών στελεχών με τα μακροπρόθεσμα συμφέροντα της εταιρείας και των μετόχων της. Οι αμοιβές – αποζημιώσεις των μελών του ΔΣ έχουν θεωρηθεί μια από τις κρίσιμες παραμέτρους που παρέσυραν τις εταιρείες, ειδικά του χρηματοπιστωτικού τομέα¹⁹², στη οικονομική κρίση μέσω της πρόκλησης ισχυρών κινήτρων για ανάληψη ριψοκίνδυνης επιχειρηματικής δράσης.

Γενικά αναγνωρίζεται πως ως προς το επίπεδο και τη διάρθρωση των αμοιβών των διοικούντων την εταιρεία, αυτές θα πρέπει να προσελκύουν και να εξασφαλίζουν την προσέλκυση αλλά και την παραμονή στην εταιρεία ικανών στελεχών που διαθέτουν τα κατάλληλα προσόντα για την αποτελεσματική διοίκηση της εταιρείας. Οι παρεχόμενες αμοιβές αφορούν ιδίως δε εκείνα τα πρόσωπα τα οποία καλούνται να έχουν εκτελεστικές αρμοδιότητες, υπό την έννοια ότι όσο περισσότερα προσόντα απαιτούνται τόσο περισσότερο δελεαστικές θα πρέπει να είναι οι αποδοχές τους προκειμένου να δεχθούν, τα πρόσωπα που τα διαθέτουν, να στελεχώσουν την εταιρεία¹⁹³. Θα πρέπει, ωστόσο, να επικρατεί διαφάνεια ως προς το ύψος και τη γενική πολιτική των αμοιβών, ώστε να μη τίθενται ζητήματα σύγκρουσης συμφερόντων στην εταιρεία και η διαφάνεια στον τομέα αυτό να αποτελεί εγγύηση για την ορθή διακυβέρνηση της εταιρείας την ομαλή λειτουργία της.

Σύνθηες φαινόμενο αποτελεί, όπως έχει ήδη αναφερθεί, η σύνδεση της αμοιβής των διοικητικών στελεχών με τις επιδόσεις τη εταιρείας, μια τάση που στη βάση τη είναι

¹⁹⁰ Ενότητα 1.2.2.1

¹⁹¹ Άποψη Lorsch, J.W. and MacIver, E. Pawns or potentates: The reality of America's corporate boards. Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press. (1989) σε MA Fox "Boards of Directors: The Influence of Board Size, Leadership and Composition on Corporate Financial Performance» Commerce Division, Discussion Paper No. 45, 1998 p.3

¹⁹² C.Winbichlere «Διευθυντικά Στελέχη: Κακά και Ακριβά; Αμοιβές, συστήματα παροχής κινήτρων και η δημοσιότητά τους» ΕΕμπΔ 2009, σελ.1

¹⁹³ Χ.Λιβαδά «Το ΔΣ της Ανώνυμης Εταιρείας και οι Κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης- Η επίδραση του θετικού δικαίου» Νομική Βιβλιοθήκη 2016, σελ. 331

ορθή καθώς δημιουργεί τα σχετικά κίνητρα στα στελέχη αυτά για τη θετική πορεία της εταιρείας. Ωστόσο σε αυτήν προσέγγιση δεν λαμβάνονται υπόψη οι εξής παράγοντες:

1. Δημιουργείται αφενός το ενδεχόμενο της δημιουργίας στρεβλών κινήτρων για χειραγώγηση των οικονομικών καταστάσεων και της κερδοφορίας της εταιρείας προκειμένου να επιτευχθεί η υψηλότερη δυνατή αμοιβή.
2. Αφετέρου αυτή η σύνδεση είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει στην ανάληψη υπερβολικών κινδύνων με σκοπό την επίτευξη βραχυπρόθεσμου κέρδους, ανεξαρτήτου τιμήματος, δηλαδή χωρίς να υπολογίζονται οι τυχόν σοβαροί κίνδυνοι για την οντότητα σε βάθος χρόνου.

Οι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης, κατά κανόνα, προβλέπουν ότι μια από τις βασικές υποχρεώσεις του ΔΣ είναι να συμβαδίζουν οι απολαβές των στελεχών με τα μακροπρόθεσμα συμφέροντα της εταιρείας και των μετόχων, το οποίο μπορεί να διασφαλίζεται μόνο μέσω της δημοσιοποίησης των σχετικών πληροφοριών¹⁹⁴. Έτσι οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης που αφορούν την πολιτική αποδοχών κινούνται γύρω από τρεις συγκεκριμένους άξονες:

1. Ο πρώτος άξονας εστιάζει στην επιτροπή αποδοχών που πρέπει να συγκροτείται σε επίπεδο διοικητικού οργάνου και επιπρόσθετα στον ελεγκτικό ρόλο των μετόχων και ιδίως στην έγκριση εκ μέρους τους των αποδοχών¹⁹⁵.
2. Στο δεύτερο άξονα εντάσσονται οι κανόνες αναφορικά με το σχεδιασμό των αποδοχών, δηλαδή τη σύνθεσή τους, τον τόπο και το χρόνο κατά τον οποίο θα πρέπει να καταβάλλονται.
3. Τέλος ιδιαίτερο βάρος δίνεται στους κανόνες διαφάνειας έναντι των μετόχων και γενικότερα έναντι του επενδυτικού κοινού, οι οποίοι εστιάζουν στο ύψος των πολιτικών αποδοχών και τα κριτήρια βάσει των οποίων καταβάλλονται.

Στο πνεύμα αυτό, η αρχή του ΟΟΣΑ επιβάλλει τη δημοσιοποίηση ουσιαστών πληροφοριών και για την πολιτική των αμοιβών των μελών του ΔΣ και των υψηλόβαθμων στελεχών με δημοσιοποίηση μάλιστα συγκεκριμένων στοιχείων σε ατομική βάση. Αντιστοίχως, σε ορισμένες χώρες πραγματοποιείται με τη δημοσιοποίηση μιας έκθεσης εκ μέρους του ΔΣ για τις αμοιβές υψηλόβαθμων διοικητικών στελεχών, στις οποίες αναλύεται επιπλέον η σχέση μεταξύ αμοιβής και απόδοσης και παρατίθενται μετρήσιμα μεγέθη μέσω των οποίων εξειδικεύονται τα μακροπρόθεσμα συμφέροντα της εταιρείας σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες επιδιώξεις. Στις εκθέσεις αυτές παρατίθενται και οι όροι για την απόκτηση και τη διενέργεια συναλλαγών επί μετοχών της εταιρείας και οι διαδικασίες που θα πρέπει να ακολουθούνται για τη χορήγηση stock options. Σε άλλες χώρες θεωρείται καλή εταιρική πρακτική, οι αμοιβές να ρυθμίζονται από μια ειδική

¹⁹⁴ Γ.Σωτηρόπουλος «Οικονομική κρίση και εταιρική διακυβέρνηση» ΕΕμπΔ 2010, σελ.9

¹⁹⁵ Χ.Λιβαδά, ό.π., σελ 334

επιτροπή αμοιβών αποτελούμενη πλήρως ή κατα πλειοψηφία από μη εκτελεστικά μέλη¹⁹⁶.

Στο ελληνικό δίκαιο στο Ν 3016/2002 η γνωστοποίηση των αποδοχών και των αποζημιώσεων, αφορά τις αποδοχές μόνο των μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ ενώ γίνεται για το σύνολο των αποδοχών όλων των μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ και όχι εξατομικευμένα για κάθε μέλος. Από τυπικής απόψεως δε, αποτελεί κομμάτι του προσαρτήματος της εταιρείας και όχι ξεχωριστή έκθεση.

Σε ευρωπαϊκό επίπεδο σημειώνεται πως μέχρι τώρα έχουν εκδοθεί 3 Συστάσεις¹⁹⁷ με κανόνες σχετικά με τις εισηγμένες εταιρείες και τις εταιρείες του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Επιστέγασμα των ενωσιακών αυτών πρωτοβουλιών αποτελεί η έκδοση της νέας Οδηγίας 2017/828/ΕΕ για τα δικαιώματα των μετόχων στις εισηγμένες εταιρείες, (Shareholders Rights Directive II-SRD II) η οποία έρχεται να συμπληρώσει το περιεχόμενο της προηγούμενης Οδηγίας 2007/36/ΕΚ (SRD I) σχετικά με τα μετοχικά δικαιώματα. Οι κυριότερες ρυθμίσεις της νέας αυτής Οδηγίας είναι:

1. η θέσπιση δεσμευτικού δικαιώματος ψήφου των μετόχων της εταιρείας επί της πολιτικής αποδοχών που αφορά τα μέλη του διοικητικού οργάνου υποβαλλόμενης ανα τριετία¹⁹⁸ γνωστο και ως “say on pay”
2. η καθιέρωση συγκεκριμένου περιεχομένου της έκθεσης αποδοχών και του συμβουλευτικού δικαιώματος ψήφου των μετόχων επί της έκθεσης αποδοχών του προηγούμενου οικονομικού έτους κατά την ετήσια γενική συνέλευση, με υποχρέωση μάλιστα επεξήγησης, σε περίπτωση καταψήφισης, του κατα πόσο ελήφθη υπόψη η σχετική ψήφος των μετόχων.

Η εν λόγω Οδηγία στηρίζει το περιεχόμενο της Σύστασης 2004/913/ΕΚ, η οποία καθιέρωσε για πρώτη φορά τη δημοσίευση αντίστοιχης «δήλωσης αποδοχών» αποσκοπώντας στην ενίσχυση της διαφάνειας έναντι των μετόχων και της διευκόλυνσής του να αξιολογούν τις αποδοχές των διοικητικών στελεχών. Σύμφωνα με τη νέα Οδηγία η έκθεση αποδοχών, όπως γινόταν και με τη «δήλωση αποδοχών», θα πρέπει να δημοσιεύεται στον ιστότοπο της εταιρείας, ενώ θα πρέπει να είναι σαφής και κατανοητή και να παρουσιάζει ολοκληρωμένη επισκόπηση των αποδοχών των επιμέρους διοικητικών στελεχών κατά το τελευταίο οικονομικό έτος¹⁹⁹.

Στην Οδηγία καθορίζεται και το περιεχόμενο της έκθεσης αποδοχών που συμπεριλαμβάνει τις ακόλουθες πληροφορίες αναφορικά με τις αποδοχές κάθε επιμέρους διευθυντικού στελέχους:

1. το σύνολο των αποδοχών που έχουν χορηγηθεί ή καταβληθεί, με ανάλυση στις επιμέρους συνιστώσες τους, τα σχετικά ποσοστά των σταθερών και των μεταβλητών αποδοχών, επεξήγηση του τρόπου με τον οποίο οι συνολικές

¹⁹⁶ Γ. Σωτηρόπουλος, ό.π., σελ. 9

¹⁹⁷ Σύσταση 2004/913/ΕΚ, Σύσταση 2005/162/ΕΚ, Σύσταση 2009/385/ΕΚ

¹⁹⁸ Οδηγία 828/2017/ΕΕ Άρθρο 9α

¹⁹⁹ Οδηγία 828/2017/ΕΕ Άρθρο 9β

- αποδοχές συμμορφώνονται με την εγκεκριμένη πολιτική αποδοχών, περιλαμβανομένης της συμβολής τους στη μακροπρόθεσμη απόδοση της εταιρείας, και πληροφορίες για τον τρόπο εφαρμογής των κριτηρίων απόδοσης
2. την ετήσια μεταβολή των αποδοχών της απόδοσης της εταιρείας και των μέσων αποδοχών των εργαζομένων πλήρους απασχόλησης της εταιρείας, εκτός των διοικητικών στελεχών, κατά τα τελευταία πέντε οικονομικά έτη τουλάχιστον, με κοινή παρουσίαση των εν λόγω στοιχείων κατά τρόπο που να διευκολύνει τη σύγκριση
 3. τις όποιες αποδοχές από οποιαδήποτε εταιρεία ανήκει στον ίδιο όμιλο,
 4. τον αριθμό μετοχών και δικαιωμάτων προαίρεσης για μετοχές που έχουν χορηγηθεί ή προσφερθεί και τις κύριες προϋποθέσεις άσκησης των δικαιωμάτων, συμπεριλαμβανομένων της τιμής και της ημερομηνίας άσκησης, καθώς και οποιαδήποτε μεταβολή τους·
 5. πληροφορίες για τη χρήση της δυνατότητας ανάκτησης μεταβλητών αποδοχών·
 6. πληροφορίες σχετικά με τυχόν παρεκκλίσεις από τη διαδικασία για την εφαρμογή της πολιτικής αποδοχών που αναφέρονται στο άρθρο 9α παράγραφος 6 και σχετικά με τυχόν παρεκκλίσεις που εφαρμόζονται σύμφωνα με το άρθρο 9α παράγραφος 4, καθώς και την επεξήγηση της φύσης των εξαιρετικών περιστάσεων και την ένδειξη των συγκεκριμένων στοιχείων έναντι των οποίων σημειώθηκε η παρέκκλιση.

Ωστόσο παρά τα θετικά στοιχεία του μέτρου αυτού, η έκφραση άποψης από τους μετόχους για τις αμοιβές διοικητών πρέπει βασίζεται στην επαρκή πληροφόρηση και μπορεί να ενισχύσει την ανεξαρτησία των επιτροπών αμοιβών. Ως έκφραση μετοχικού ακτιβισμού μπορεί να αποτελέσει εμπόδιο στις προσπάθειες επιρροής ενός ισχυρού συμβουλίου για τη διαμόρφωση της αμοιβής των μελών του ενώ η δυνατότητα αρνητικής ψήφου στην πολιτική αμοιβών μπορεί να ασκήσει επιρροή ex ante στο ΔΣ.

2.1.1.4 Η συμμετοχή των εργαζομένων στη διοίκηση της εταιρείας

Η ανάλυση των κανόνων της εταιρικής διακυβέρνησης και της επίδρασής τους στη βελτίωση της εσωτερικής οργάνωσης της εταιρείας έχει επικεντρωθεί δικαιολογημένα στις σχέσεις μεταξύ των μετόχων και των διοικητών ως “συγκρουόμενων” πλευρών κατά την κλασική έκφανση της θεωρίας της αντιπροσώπευσης, ενώ δεδομένου ότι εξετάζεται η αναδιοργάνωση της επιχείρησης που προσεγγίζει την αφερεγγυότητα, λαμβάνονται υπόψη και τα συμφέροντα των δανειστών/πιστωτών της εταιρείας. Ωστόσο, οι εταιρείες διατηρούν επίσης και άλλους

σημαντικούς κοινωνικούς εταίρους (stakeholders) όπως οι εργαζόμενοι, οι πελάτες και οι προμηθευτές, οι οποίοι επηρεάζονται από την οικονομική της παρουσία.

Στις περισσότερες ανεπτυγμένες χώρες τα συνδικάτα των εργαζομένων παίζουν σημαντικό ρόλο στον εταιρικό βίο, ο βαθμός του οποίου καθορίζεται από τα θεσμικά και νομικά χαρακτηριστικά και την εταιρική διακυβέρνηση και είναι δυνατόν να κυμαίνεται από την κτήση μετοχών της εταιρείας από τους ίδιους του εργαζομένους έως τη συμμετοχή τους στο ΔΣ της εταιρείας²⁰⁰. Εν προκειμένω, εξετάζεται η θετική επίδραση που μπορεί να έχει μια τέτοια συμμετοχή στην αποτελεσματικότερη διοίκηση της εταιρείας, ειδικά όταν αυτή βρίσκεται σε κρίσιμο σημείο ως προς την οικονομική της προοπτική. Η νομική εκπροσώπηση των εργαζομένων στο ΔΣ μια εταιρείας μάλιστα ισχύει ήδη σε αρκετές ευρωπαϊκές έννομες τάξεις: Αυστρία, Δανία, Φινλανδία, Λουξεμβούργο-Σουηδία και Γερμανία ενώ εφαρμόζεται και σε ιδιωτικές επιχειρήσεις στη Νορβηγία, τη Γαλλία και την Ολλανδία²⁰¹.

Η εκπροσώπηση των εργαζομένων στο ΔΣ της εταιρείας έχει δυνητικά ένα διπλό πληροφοριακό ρόλο καθώς αφενός μπορεί να εκδημοκρατίσει την επαγγελματική ζωή και αφετέρου να παρέχει πολύτιμες πληροφορίες για τη διοίκηση. Πληροφορίες όπως οι πρακτικές εργασίας στην επιχείρηση και η στάση των εργαζομένων σε συγκεκριμένες πολιτικές ή στρατηγικές της διοίκησης είναι πολύτιμες για τα στελέχη προκειμένου να διοικήσουν αποτελεσματικότερα την εταιρεία²⁰². Επιπλέον η ίδια η συμμετοχή στη διοίκηση της εταιρείας μπορεί να βελτιώσει την αποδοτικότητα των εργαζομένων, ενώ δεν πρέπει να υποτιμάται και η δυνατότητα βελτίωσης της λειτουργίας της εταιρείας μέσω προτάσεων που θα μπορούσαν να θέσουν στη διοίκηση, μέσω της διαφορετικής οπτικής τους για τον εταιρικό βίο²⁰³.

Δεν λείπουν βέβαια και οι αντίθετες απόψεις που υποστηρίζουν την αρνητική επίδραση της συμμετοχής αυτής στην αποδοχή και τη παραγωγικότητα της επιχείρησης (κυρίως όταν πρόκειται για συνδικαλιστές που δεν εργάζονται στην εταιρεία)²⁰⁴. Κατά άλλη άποψη, ωστόσο, η συμμετοχή των εργαζομένων στη διοίκηση συμβάλλει στην καλύτερη εποπτεία των αμοιβών των στελεχών αλλά και τυχόν υπερβολών στη διοίκηση της εταιρείας μειώνοντας το κόστος εντολέα-εντολοδόχου (agency costs)²⁰⁵.

²⁰⁰ M.Goergen «Εταιρική διακυβέρνηση- Μια διεθνής θεώρηση», Εκδόσεις Διπλογραφία 2012, σελ. 319

²⁰¹ M.Goergen, ό.π. σελ.332

²⁰² M.Goergen, ό.π. σελ.333

²⁰³ B. McDonnell "Strategies for an Employee Role in Corporate Governance" Wake Forest Law Review 46, 2011, p.433

²⁰⁴ πχ παρατηρήθηκε μείωση στην απόδοση των γερμανικών εταιρειών μετά την εφαρμογή του νόμου του Συν-καθορισμού το 1976 ο οποίος επέβαλ αύξηση της συμμετοχής των εργαζομένων στο 50% του εποπτικού συμβουλίου από το 1/3, όπως ίσχυε μέχρι τότε. G.Gorton,F.Schmid "Universal banking and the performance of German Firms" Journak of Financial Economies 58, 2000, p.29-80

²⁰⁵ L.Fauver, ME Fuerst "Doew good corporat governance include employee representation? Evidencee from German corporate boards", Journal of Financial Economics 82, 2006, pp 673-710

2.1.2 Σύστημα εσωτερικού ελέγχου

Η εταιρική διακυβέρνηση δεν απευθύνεται, όμως, μόνο στην διοίκηση της εταιρείας αλλά και στα συστήματα ελέγχου της οντότητας ως όλου, μέσω

- της συγκέντρωσης των κανόνων και των μεθόδων για την επίτευξη των εταιρικών στόχων και
- τους συνεχούς ελέγχου που παρέχει στην εταιρική διοίκηση την κατάλληλη διασφάλιση όσον αφορά το περιεχόμενο του εταιρικού οφέλους από την επίτευξη των στόχων αυτών²⁰⁶.

Ο εσωτερικός έλεγχος ως κύριος φορέας του ελέγχου της νομιμότητας της λειτουργίας της εταιρείας²⁰⁷, είναι προσανατολισμένος στον εντοπισμό των δυσλειτουργιών και την αποκατάσταση των αποτυχιών που γεννά η ίδια η διοικητική λειτουργία της, αποτελώντας *latu sensu* τμήμα της διοίκησης της εταιρείας²⁰⁸ υποβοηθώντας έτσι το έργο της. Διαχρονικά ο εσωτερικός έλεγχος θεωρείται κομμάτι της εποπτικής λειτουργίας της εταιρείας, ο «οργανωτικός αστυνόμος και φρουρός»²⁰⁹ (“organizational policeman and watchdog”) αντιμετωπίζεται ως αναγκαίο συστατικό του οργανωτικού ελέγχου στην εταιρεία, επικουρώντας στην επίτευξη των κύριων εταιρικών στόχων. Αποτελεί επίσης σημαντικό μηχανισμό για τον διαχειριστικό έλεγχο της εταιρείας συμβάλλοντας στην υπολογισμό και την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας στην εταιρεία, άρρηκτα συνδεδεμένο με την οργανωτική της δομή. Έχει παρομοιαστεί μάλιστα με το ανθρώπινο νευρικό σύστημα, καθώς απλώνεται σε όλη τη δομή της επιχείρησης μεταφέροντας εντολές αλλά και τις αντιδράσεις σε αυτές από και προς τη διοίκηση της εταιρείας²¹⁰.

Η εν λόγω λειτουργία συνίσταται σε ένα σύνολο ελεγκτικών μηχανισμών και διαδικασιών που καλύπτουν σε συνεχή βάση κάθε δραστηριότητα ενός οργανισμού και αποσκοπούν στη θωράκιση της εταιρείας έναντι των κινδύνων που την απειλούν. Η θωράκιση αυτή επιτυγχάνεται με τον εντοπισμό των απειλών (threats) που ελλοχεύουν στη λειτουργία της εταιρείας και την τοποθέτηση ασφαλιστικών δικλείδων (control procedures), προκειμένου για την κατά το δυνατόν εξουδετέρωση των κινδύνων αυτών. Το σύστημα ελέγχου πρέπει να είναι σχεδιασμένο με τέτοιο τρόπο, ώστε να εγγυάται ότι οι συναλλαγές διενεργούνται από τα αρμόδια και δικαιούμενα προς τούτο πρόσωπα (transaction authorization), ότι οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας

²⁰⁶ T.Danescua, M.Prozanb, RD Prozac «The valances of the internal audit in relationship with the internal control – corporate governance» *Procedia Economics and Finance* Volume 26, pp. 960-966, 2015

²⁰⁷ Σ.Α. Μούζουλας «Εταιρική διακυβέρνηση- Διεθνής εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα», Σάκκουλας 2003 σελ.597

²⁰⁸ Institute of Internal Auditors “Definition of Internal Auditing”, The Institute of Internal Auditors, Altamonte Springs, 1999

²⁰⁹ Gareth Morgan, (1980) "Internal Audit Role Conflict: A Pluralist View", *Managerial Finance*, Vol. 5 Issue: 2, pp.160-170

²¹⁰ Cook, and Wincle “Auditing, Philosophy and Technique”, Houghton Mifflin Company, 1976, pp. 136.

απεικονίζουν την πραγματική κατάσταση και ότι τα περιουσιακά στοιχεία προστατεύονται επαρκώς. Ο Ν.3016/2002 προσέθεσε μάλιστα ακόμα μία παράμετρο, τη διασφάλιση της σύννομης λειτουργίας της επιχείρησης ιδίως ως προς τις διατάξεις του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.

Ο εσωτερικός ελεγκτής δεν έχει τόσο άμεση ευθύνη στο πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης, όσο ελεγκτικό ρόλο όσον αφορά τις πτυχές πληροφόρησης του συστήματος διακυβέρνησης της εταιρείας. Ωστόσο, το Διεθνές Ινστιτούτο Εσωτερικών Ελεγκτών (2004) αναφέροντας πως ο εσωτερικός έλεγχος πρέπει να αξιολογεί και να συμβάλλει στη βελτίωση της διαχείρισης του κινδύνου της εταιρείας, του ελέγχου αλλά και της διοίκησής της, αναγνωρίζει τον συμβουλευτικό ρόλο του εσωτερικού ελέγχου προς την εταιρική αλλά και την παρεχόμενη διασφάλιση για την αποτελεσματική εφαρμογή της στον εταιρικό βίο.

Η συμβολή του εσωτερικού ελέγχου στην εταιρική διακυβέρνηση απεικονίζεται στην οριοθέτηση της σχέσης μεταξύ αυτού και βασικών χαρακτηριστικών της εταιρικής διακυβέρνησης. Δεδομένου ότι το ΔΣ καταλαμβάνει σημαντικό ρόλο σε ένα σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης από τις έννομες τάξεις και τους κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης διεθνώς, ο εσωτερικός έλεγχος επιτελεί βοηθητική λειτουργία ώστε η εταιρεία να επιτύχει τους στόχους της²¹¹. Αφενός συμβάλλει στην εταιρική διακυβέρνηση:

- Διαμορφώνοντας τον καλύτερο δυνατό σχεδιασμό για τις διαδικασίες εσωτερικού ελέγχου και διαχείρισης κινδύνου
- Παρέχοντας πληροφορίες σχετικά με παρατυπίες και παράνομες δραστηριότητες (περπτώσεις απάτης σε βάρος της εταιρείας)
- Διενεργώντας ετήσιους ελέγχους με τα αποτελέσματα να γνωστοποιούνται στην επιτροπή ελέγχου
- Συμβάλλοντας στην ενημέρωση της επιτροπής ελέγχου για τις κυρίαρχες πρακτικές εποπτείας της εταιρείας και τη διασφάλιση πως εφαρμόζονται και στην ίδια την εταιρεία

Αφετέρου μια ενισχυμένη επιτροπή ελέγχου ενισχύει τη λειτουργία της υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου της εταιρείας, προσφέροντας ένα πλαίσιο απρόσκοπτης και ανεξάρτητης δραστηριότητας εντός της εταιρείας, αξιολογώντας παράλληλα την αποτελεσματικότητά του ίδιου του εσωτερικού ελεγκτή.

Στα άρθρα 7 και 8 του Ν.3016/2002 επιβάλλεται στις εισηγμένες εταιρείες η οργάνωση και η λειτουργία του συστήματος εσωτερικού ελέγχου με τη λειτουργία του οποίου επιφορτίζεται ειδική υπηρεσία της εταιρείας, η οποία υπάγεται ιεραρχικά σε ένα τμήμα του ΔΣ, την επιτροπή εσωτερικού ελέγχου²¹². Ο εσωτερικός ελεγκτής λοιπόν δεν αποτελεί τρίτο πρόσωπο για την εταιρεία καθώς, μάλιστα, είναι δυνατόν να εντάσσεται στο οργανόγραμμά της και να αποτελεί υπάλληλο/στέλεχος της ή ανεξάρτητη ειδική

²¹¹ T.Karagiorgos, G. Drogalas, E.Gotzamanis & I. Tampakoudis "Internal auditing as an effective tool for corporate governance" Journal of Business Management, Vol.2, No1 January-June 2010

²¹² Γ.Σωτηρόπουλος «Οικονομική κρίση και εταιρική Διακυβέρνηση» ΕΕμπΔ 2010, σελ.8

υπηρεσία, επιτυγχάνοντας διάρκεια στον έλεγχο. Έχει δικαίωμα πρόσβασης σε όλα τα εταιρικά βιβλία και στοιχεία, παράλληλα όμως εποπτεύεται από ένα έως τρία μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ. Παρίσταται, χωρίς όμως την άμεση δυνατότητα συμμετοχής, στη Γενική Συνέλευση, υποβάλλει πορίσματα, χωρίς να κάνει υποδείξεις, προς το ΔΣ και δεν μπορεί να αναφερθεί στις εποπτικές αρχές, χωρίς την τήρηση των διατάξεων του νόμου²¹³. Δεν επιτρέπεται ωστόσο η ανάθεση του ελέγχου σε φορέα εκτός της εταιρείας, αν και είναι δυνατή η ανάθεση σε τέτοιο φορέα, καθηκόντων επιβοηθητικών του εσωτερικού ελέγχου²¹⁴. Επιπλέον, ο ειδικός χαρακτήρας της εταιρείας καθιερώνει ασυμβίβαστο με την ιδιότητα τόσο του διευθυντικού στελέχους όσο του υπαλλήλου της εταιρείας, απασχολούμενου σε άλλη υπηρεσία της εταιρείας ή και σε συνδεδεμένη με την εταιρεία επιχείρηση. Ομοίως καθιερώνεται ασυμβίβαστο και με την ιδιότητα του μέλους ΔΣ της εταιρείας, ανεξαρτήτως αν πρόκειται για εκτελεστικό ή μη εκτελεστικό μέλος. Τα εν λόγω ασυμβίβαστα επεκτείνονται, μάλιστα, στους συγγενείς εξ' αίματος ή εξ' αγχιστείας, μέχρι και δευτέρου βαθμού με τα ανωτέρω πρόσωπα, χωρίς ωστόσο να εντάσσεται σε αυτά ο/η σύζυγος των προσώπων που αναφέρονται²¹⁵.

Η θεωρία για τον εσωτερικό έλεγχο διακρίνει ανάμεσα στο σύστημα εσωτερικού ελέγχου (internal control system) και στην εσωτερική επιθεώρηση (internal audit) η οποία λειτουργεί κατασταλτικά προκειμένου για τη διασφάλιση της θωράκισης του οργανισμού.

Το σύστημα εσωτερικού ελέγχου αποτελεί ένα σύνολο ελεγκτικών μηχανισμών και διαδικασιών που καλύπτουν σε συνεχή βάση κάθε δραστηριότητα ενός οργανισμού και αποσκοπούν στη θωράκιση της εταιρείας έναντι των κινδύνων που την απειλούν. Οι εν λόγω κίνδυνοι είναι πολλοί και ποικίλλουν ανάλογα με τον οικονομικό κλάδο, γι αυτό και ο προσδιορισμός τους γίνεται με πρωτοβουλία της διοίκησης της εταιρείας, η οποία καταρτίζει στην ουσία το σύστημα εσωτερικού ελέγχου, μέσω της σύνταξης του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας της εταιρείας²¹⁶.

Προκειμένου για την επίτευξη των στόχων του εσωτερικού ελέγχου, το σύστημα εσωτερικού ελέγχου υιοθετεί μια σειρά δικλείδων ασφαλείας. Η ορθολογική οργανωτική δομή των υπηρεσιών αποτελεί τη γενική δικλείδα του συστήματος εσωτερικού ελέγχου και πρέπει να είναι επαρκής, κατάλληλη πλήρης και ανάλογη του κόστους που συνεπάγεται²¹⁷. Προβλέπεται στο Άρ.6 παρ.2 του Ν.3016/2002, όπου θεσπίζεται ως υποχρεωτικό το περιεχόμενο του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας, ενώ πρέπει να αποτελεί τμήμα του Κανονισμού, έτσι ώστε αυτός να μπορεί να αποτελέσει επαρκή ασφαλιστική δικλείδα του συστήματος εσωτερικού ελέγχου. Σύμφωνα με το εν λόγω άρθρο, βασικά στοιχεία μιας ορθής οργανωτικής δομής αποτελούν μεταξύ άλλων

- η λήψη των αποφάσεων στο ενδεδειγμένο επίπεδο ευθύνης

²¹³ Ζ.Γιωτάκη "Εσωτερικός και εξωτερικός έλεγχος" σε Σ.Μούζουλα «Ν3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση», Σάκκουλας 2003, σελ 169

²¹⁴ Σ.Α. Μούζουλας, ό.π. σελ.596

²¹⁵ Σ.Α. Μούζουλας, ό.π. σελ.598

²¹⁶ Ζ.Γιωτάκη ό.π. σελ 174

²¹⁷ Ζ.Γιωτάκη σελ 170

- η διάκριση και ο σαφής καθορισμός των καθηκόντων και ευθυνών των στελεχών της εταιρείας
- η διασφάλιση της ενδοεπιχειρησιακής επικοινωνίας
- η τακτική υποβολή εκθέσεων
- η παροχή πρόσβασης αποκλειστικά σε κατάλληλα εξουσιοδοτημένα άτομα
- η φυσική ασφάλεια
- η επιλογή του κατάλληλου προσωπικού και η παροχή κινήτρων

Πέραν όμως από την οργανωτική δομή το σύστημα εσωτερικού ελέγχου αναπτύσσει και διατηρεί, επιπλέον, εξειδικευμένες δικλείδες ασφαλείας οι οποίες προσδιορίζονται ανάλογα με τον κλάδο της οικονομικής δραστηριότητας στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση και ανάλογα με την ένταση του πλέγματος των ρυθμίσεων που διέπουν το συγκεκριμένο κλάδο και τους τεθειμένους από την εταιρεία στόχους. Η λειτουργία των δικλείδων αυτών διέπεται ωστόσο και από την αρχή της αναλογικότητας του κόστους προς το επιδιωκόμενο όφελος, υπό την έννοια ότι θα πρέπει πάντοτε να επιλέγονται μεταξύ ισοδύναμης αποτελεσματικότητας οι δικλείδες των οποίων η τοποθέτηση συνεπάγεται το μικρότερο για την εταιρεία λειτουργικό κόστος.

Ο ρόλος όμως του εσωτερικού ελεγκτή δεν είναι η θέσπιση του συστήματος ελέγχου για την εταιρεία, καθώς αυτό αποτελεί αρμοδιότητα των μελών του ΔΣ μαζί με τη χάραξη της επιχειρηματικής πολιτικής της εταιρείας. Κύριο έργο των εσωτερικών ελεγκτών αποτελεί ο έλεγχος της τήρησης του συστήματος ελέγχου, όπως ορίζεται η «εσωτερική επιθεώρηση»²¹⁸. Η εσωτερική επιθεώρηση διενεργείται βάσει σχετικού προγράμματος, το οποίο καταρτίζεται από την υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου και ελέγχεται συνήθως από φορέα που εποπτεύει την υπηρεσία αυτή.

Απαραίτητη προϋπόθεση για την αποτελεσματικότητα του μηχανισμού εσωτερικού ελέγχου στην εταιρεία αποτελεί η ανεξαρτησία του εσωτερικού ελεγκτή, ιδίως εν όψει του γεγονότος ότι ο ελεγκτής είναι στην πραγματικότητα υπάλληλος της εταιρείας, οριζόμενος μάλιστα αποκλειστικά από το ΔΣ της εταιρείας²¹⁹. Ο Ν.3016/2002 στο στη 2^η και 3^η παράγραφο του άρθρου 3 θέτει τις τρεις εγγυήσεις για την ανεξαρτησία του εσωτερικού ελεγκτή:

1. Καταλληλότητα από πλευράς συγκρούσεων συμφερόντων στο πρόσωπό του
2. Αποκόλληση της υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου από τη διοικητική δομή της επιχείρησης και εποπτική υπαγωγή της στο ΔΣ και ειδικότερα σε μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ
3. Απευθείας καθορισμός της αμοιβής των εσωτερικών ελεγκτών.

Οι αρμοδιότητες του εσωτερικού ελεγκτή περιλαμβάνουν την παρακολούθηση της εφαρμογής και της συνεχούς τήρησης του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας του καταστατικού της εταιρείας και της εν γένει νομοθεσίας που αφορά την εταιρεία. Ο

²¹⁸ Ζ.Γιωτάκη ό.π. σελ 172

²¹⁹ Ν.3016/2002 άρθρο 7 παρ.3

ελεγκτής έχει δικαίωμα πρόσβασης σε όποια πληροφορία αυτός κρίνει ότι είναι απαραίτητη για τη διενέργεια ελέγχου. Το δικαίωμα αυτό που ορίζεται στην παράγραφο 4 του άρθρου 7 του Ν.3016/2002 δεν περιορίζεται μόνο στα έγγραφα ή στα αρχεία της εταιρείας αλλά δίνει επιπλέον τη δυνατότητα διενέργειας επιτόπιων ερευνών και ελέγχων στις υπηρεσίες της εταιρείας. Μια ευρεία ερμηνεία της πράξης θα ενέτασσε μάλιστα στο πεδίο της έρευνας και τη δυνατότητα πρόσβασης σε ηλεκτρονικά αρχεία αλλά και ελέγχου των περιουσιακών στοιχείων. Η υποχρέωση παροχής πληροφόρησης για τον εσωτερικό έλεγχο επεκτείνεται σε όλες τις υπηρεσίες της εταιρείας και ελέγχει όχι μόνο το αποτέλεσμα αλλά και τις ακολουθούμενες εφόσον σκοπός τους του είναι η διαπίστωση της τήρησης του εσωτερικού κανονισμού. Ακόμα και το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας δεν μπορεί να αρνηθεί την υπαγωγή στη σχετική διαδικασία του εσωτερικού ελεγκτή, ενώ παρότι αποτελεί τον τελικό αποδέκτη της έκθεσης/ του πορίσματος του ελεγκτή, δεν ασκεί εποπτεία επί της διαδικασίας. Στο πλαίσιο της διαδικασίας, ο ίδιος ο εσωτερικός ελεγκτής θα κρίνει τη χρησιμότητα της πληροφόρησης για αυτό και από την πλευρά του ελεγχόμενου υφίσταται μόνο υποχρέωση συνεργασίας και διευκόλυνσης του έργου του ελεγκτή.

2.1.2.1 Ο εσωτερικός έλεγχος ως μέσο εντοπισμού του κινδύνου και πρόληψης

Ο εσωτερικός έλεγχος θεωρείται ακρογωνιαίος λίθος όσον αφορά το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης της εταιρείας ειδικά όσον αφορά την πρόληψη και τον εντοπισμό περιπτώσεων απάτης και σφαλμάτων στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας²²⁰. Ο εσωτερικός ελεγκτής έχει την εξουσία αλλά και την υποχρέωση να αναφέρει στο ΔΣ περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ υψηλόβαθμων στελεχών της εταιρικής διοίκησης και του νομικού προσώπου, ως κατεξοχήν πηγών κινδύνου για την εταιρική επιχείρηση, τις οποίες διαπιστώνουν κατά την άσκηση των καθηκόντων τους. Η υποχρέωση αυτή συνεπάγεται και την άσκηση εποπτείας των ελεγκτών επί των πάσης φύσεως επιχειρηματικών κινδύνων, έστω κι αν αυτή η υποχρέωση δεν μνημονεύεται ρητά στο νόμο²²¹.

Ένα ακόμη βασικό καθήκον του εσωτερικού ελεγκτή είναι, σύμφωνα με τα στοιχεία β και γ του Άρ.8 του Ν3016/2002, ο έλεγχος της συνέπειας, δηλαδή ο έλεγχος του κατά πόσο η δράση της διοίκησης είναι σύννομη, χωρίς συγκρούσεις συμφερόντων (conflict of interests) και εντός των πλαισίων που η ίδια έχει προκαθορίσει με τον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας. Σε αυτή την περίπτωση ο εσωτερικός ελεγκτής έχει δικαίωμα να κρίνει μέσω σχετικού πορίσματος, εάν μια στρατηγική ή μια απλή πράξη της διοίκησης αντιβαίνει στην εξυπηρέτηση του γενικού εταιρικού συμφέροντος και έχει δυσμενή

²²⁰ Davidson, R., Goodwin-Stewart, J. and Kent, P. (2005), "Internal Governance Structures and Earnings Management", *Accounting and Finance*, 45(2), pp. 241-67.

²²¹ Γ.Δ. Σωτηρόπουλος, ό.π., σελ. 8

αποτελέσματα στη μακροχρόνια οικονομική αξία της εταιρείας, μόνο εφόσον μπορέσει να αποδείξει την εξυπηρέτηση, μέσω αυτής, ιδίων συμφερόντων των μελών του ΔΣ.

Με τον όρο σύγκρουση συμφερόντων νοούνται ουσιαστικά δυο διαφορετικές διαβαθμίσεις μιας κατάστασης, όπως αυτές περιγράφονται στο Άρθρο 2 του Ν.3016/2002, οι οποίες καλύπτουν τις περιπτώσεις κατά τις οποίες αφενός τα ίδια συμφέροντα κάποιου μέλους του ΔΣ ή κάποιου διευθυντικού στελέχους της εταιρείας βρίσκονται σε αντίθεση με τα συμφέροντα της εταιρείας (παρ.2) και αφετέρου όταν τα πρόσωπα με τις εν λόγω ιδιότητες επιδιώκουν τα συμφέροντά τους σε βάρος της εταιρείας (παρ.3). Πρόκειται ουσιαστικά για μηχανισμό άμυνας της εταιρείας έναντι της παραβίασης της υποχρέωσης πίστης όπως αναλύθηκε ανωτέρω από μέλος του διοικητικού συμβουλίου ή από διευθυντικό στέλεχος.

Πέρα όμως από το καθ' αυτό επιθεωρησιακό έργο του εσωτερικού ελεγκτή ο Ν3016/2002 στο άρθρο 6 παρ.2 στοιχεία ε) και στ) προβλέπει την ύπαρξη ασφαλιστικών δικλείδων στον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας της εταιρείας, αναδεικνύοντας έτσι την αναντικατάστατη αξία του συστήματος εσωτερικού ελέγχου για τον εντοπισμό καταστάσεων σύγκρουσης. Αυτές οι ασφαλιστικές δικλείδες λειτουργούν, ως μέτρο πρόληψης των καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων συμπληρωματικά στον *a posteriori* έλεγχο του εσωτερικού ελεγκτή διευκολύνοντας παράλληλα και το έργο του²²². Ο σχεδιασμός ενός αποτελεσματικού συστήματος εσωτερικού ελέγχου, το οποίο θα περιλαμβάνει εξειδικευμένο το εταιρικό συμφέρον και θα προσδιορίζει με λεπτομερειακό χαρακτήρα στον εσωτερικό κανονισμό της εταιρείας, τις ανεπίτρεπτες και εν γένει ύποπτες συμπτώσεις ιδιοτήτων περιέχουσες το στοιχείο της σύγκρουσης συμφερόντων, αποτελεί σημαντικό εργαλείο για τον εσωτερικό ελεγκτή τόσο για τον εντοπισμό της σύγκρουσης όσο και για τη διαμόρφωση της κρίσης του εσωτερικού ελεγκτή επί της ενδεχόμενης παράβασης.

Σε κάθε περίπτωση πρόκειται για μια ευθύνη πολύ σημαντική για την πορεία της εταιρείας και τη δραστηριότητα του διοικητικού της συμβουλίου, αποτελεί όμως για τον ελεγκτή ένα ισχυρισμό εξαιρετικά δυσαπόδεικτο, ειδικά όταν το μακροχρόνιο συμφέρον της εταιρείας όσο και οι σημαντικές επιπτώσεις μια επιλεγόμενης επιχειρηματικής πολιτικής στο παρόν είναι δύσκολα προσδιορίσιμες στο μέλλον.

Από την ως άνω ανάλυση, συνάγεται πως ο εσωτερικός έλεγχος δεν αποτελεί απλά ένα εργαλείο ελέγχου της ορθότητας συγκεκριμένων καταστάσεων, αλλά αποτελεί μια μέθοδο εντοπισμού της προστιθέμενης αξίας σε μια επιχείρηση, επιτυγχάνοντας το συνδυασμό αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας της εταιρείας²²³

²²² Ζ.Γιωτάκη ό.π. σελ 212

²²³ T Karagiorgos, G Drogalas, M Pazarskis, P Christodoulou «Internal auditing as a main tool for efficient risk assessment» Management of International Business & Economic Systems (MIBES) Conference, 2007. 6

2.2 Η επίδραση των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στη ζωή της επιχείρησης

2.2.1 Τα αποτελέσματα της εφαρμογής - βελτίωση της φερεγγυότητας της επιχείρησης

Ένα αποτελεσματικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης είναι καθοριστικής σημασίας διότι εταιρείες με χρηστή διοίκηση έχουν περισσότερες πιθανότητες μακροπρόθεσμα να είναι πιο ανταγωνιστικές και βιώσιμες²²⁴. Η εφαρμογή κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης είναι εμφανές πως ξεφεύγει από τις απαιτήσεις που θέτουν τα καταστατικά της εταιρείας ακόμα και ο ίδιος ο νομοθέτης, καθώς σημαντική προϋπόθεση αποτελεί το κίνητρο κυρίως των εταιρικών διοικητών αλλά και των αρμοδίων προσώπων για τους υπόλοιπους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης να εφαρμόσουν τους κανόνες αυτούς, δεδομένου ότι δεν υπόκεινται σε εξωτερικό έλεγχο αλλά παρακινούνται από την επιθυμία τους για ορθολογική διοίκηση και λειτουργία της εταιρείας που θα την οδηγήσει σε θετικά αποτελέσματα, προς εξυπηρέτηση του εταιρικού συμφέροντος και εν προκειμένω, δεδομένου ότι αναφερόμαστε στην εξυγίανση τς εταιρείας, στην εξυπηρέτηση των υποχρεώσεων έναντι των δανειστών της. Αφού αναλύθηκε το περιεχόμενο των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης που θα οδηγήσουν την εταιρεία στο μονοπάτι προς την εσωτερική αναδιοργάνωση και εξυγίανση, δημιουργείται το κρίσιμο ερώτημα σχετικά με τον προσδιορισμό του πρακτικού οφέλους της εταιρείας από αυτή την αναδιοργάνωση στον τρόπο διοίκησης και λειτουργίας της. Τα κέρδη της εταιρείας σε αυτή την περίπτωση είναι σημαντικά²²⁵:

- Η εταιρεία διοικείται πλέον με ορθότερο τρόπο
- Προσελκύει περισσότερους μακροπρόθεσμους επενδυτές
- Η πρόσβαση σε κεφάλαια χρηματοδότησης είναι βελτιωμένη
- Προσδιορίζονται οι πραγματικές δυνατότητες και η πραγματική αξία της εταιρείας

Όπως αναλύθηκε ανωτέρω η ανεξαρτησία του ΔΣ αποτελεί το βασικό ζητούμενο για τους κανόνες της εταιρικής διακυβέρνησης ενώ έχει αποδειχθεί πως η παρουσία ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο συμβούλιο επηρεάζει θετικά την κερδοφορία της επιχείρησης. Αυτή η ανεξαρτησία αξιολογείται συνήθως με βάση το ποσοστό των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών που συμμετέχουν στο ΔΣ. Όπως παρουσιάστηκε

²²⁴ Α.Μικρουλέα « Όρια δράσης και ευθύνη εταιρικών διοικητών» , Νομική Βιβλιοθήκη 2013, σελ 301

²²⁵ P.M.Madhani., « Corporate Governance: A Journey from Compliance to Competitive Advantage» σε «Enhancing Enterprise Competitiveness (Strategy, Operations and Finance)» R. K. Jain, P. Gupta, U. Dhar, eds., Allied Publishers, pp 19 -33, 2007. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1521370>

και σε προηγούμενη ενότητα²²⁶ οι εταιρείες με ολιγομελή διοικητικά συμβούλια, εμφανίζουν προβλήματα στη διοίκηση τους και οι επιδόσεις της εταιρείας είναι φτωχές. Αντίστοιχα, διοικητικά συμβούλια με μη εκτελεστικά μέλη έχουν αποδειχθεί πιο ισχυρά σε επίπεδο ελέγχου της εταιρείας αλλά και πιο αποτελεσματικά, καθώς παρέχουν υψηλότερο βαθμό αντικειμενικότητας στην αξιολόγησή τους για την κατάσταση της εταιρείας και ειδικότερα σε περιόδους σημαντικών αναδιαρθρωτικών γεγονότων όπως οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές²²⁷. Με την παρουσία μη εκτελεστικών μελών εξασφαλίζεται πολυφωνία κατά τη διαδικασία λήψης μια απόφασης για την εταιρεία, στην οποία συμβάλλουν επιπρόσθετα με εξειδικευμένες γνώσεις. Όσον αφορά τις εποπτικές αρμοδιότητές τους δε, μπορούν να απομακρύνουν ανεπαρκή στελέχη τη εταιρεία, ενώ σε επίπεδο εταιρείας, ελέγχουν με τη συμβολή και του εσωτερικού ελεγκτή της εταιρείας την οργάνωση και τη λειτουργία της²²⁸.

Ωστόσο ακόμα και σε ένα περιβάλλον με έντονη το πνεύμα του ελέγχου στο εσωτερικό της εταιρείας, είναι δυνατόν να εμφανιστούν φαινόμενα ασυμμετρίας στην πληροφόρηση μεταξύ των μελών του ΔΣ ειδικά όταν αυτά περιλαμβάνουν πολλά μέλη²²⁹. Εξάλλου τα μη εκτελεστικά μέλη έχουν το πρόσθετο κίνητρο να ενεργούν ως όργανα ελέγχου της διοίκησης, προκειμένου να προστατεύσουν την φήμη τους ως αποτελεσματικοί και ανεξάρτητοι.

Η διαμόρφωση και ο έλεγχος στην πολιτική αποδοχών της εταιρείας μπορεί να αξιοποιηθεί για την ευθυγράμμιση των συμφερόντων των μετόχων και της εταιρικής διοίκησης. Έχει παρατηρηθεί πως πολιτικές αποδοχών που προϋποθέτουν την απόκτηση μετοχών της εταιρείας από τα μέλη του ΔΣ και τον διευθύνοντα σύμβουλο, έχουν θετικά αποτελέσματα στη λειτουργική απόδοση της εταιρείας, καθώς λειτουργού ως χρήσιμα εργαλεία για τη δημιουργία αξίας στην εταιρεία σε βάθος χρόνου²³⁰. Η εφαρμογή τέτοιου τύπου μέτρων στις αποδοχές της εταιρείας, ειδικά όσον αφορά τον διευθύνοντα σύμβουλο της εταιρείας, συνδέεται και με την προσωπική απόδοση του, αφού έχει παρατηρηθεί²³¹ πως επιδιώκει τη συμβουλή τρίτων, εξωτερικών της εταιρείας, γεγονός που οδηγεί σε καλύτερα οικονομικά αποτελέσματα για την οντότητα²³².

²²⁶

²²⁷ P.E. Dimitropoulos, D.Asteriou, "The effect of board composition on the informativeness and quality of annual earnings: Empirical evidence from Greece", *Research in International Business and Finance*, vol. 24, no. 2, 2010 pp. 190-205.

²²⁸ Deloitte «Good Governance driving Corporate Performance? A meta-analysis of academic research & invitation to engage in the dialogue», December 2016, σελ.9

²²⁹ Σε αντίστοιχες περιπτώσεις μάλιστα μεγάλων διοικητικών συμβουλίων στο δημόσιο τομέα, η διαδικασία λήψης αποφάσεων προχωράει ε αργούς ρυθμού με αποτέλεσμα να επηρεάζεται αρνητικά η αποτελεσματικότητα της οντότητας- Deloitte, ό.π. 2016 σελ 9

²³⁰ R.Bozec, M.Dia, Y. Bozec «Governance-Performance Relationship: A Re-examination Using Technical Efficiency Measures» *British Journal of Management Studies*, Vol. 21, 2010pp. 684-700.

²³¹ C.Fancoeur, R.Labelle, B.Sinclair-Desgagne «Gender Diversity in Corporate Governance and Top Management. *Journal of Business Ethics*» Vol. 81, 2008 pp. 83-95.

²³² Ωστόσο έρευνα έχει αποδείξει πως σε περιόδους στασιμότητας το ν ελόγω μέτρο δεν παρουσιάζει αποτελέσματα (McDonald, M.; Khanna, P.; Westphal, J. (2008). Getting them to think outside the circle: Corporate Governance, CEO's External advice. *Academy of Management Journal*, Vol. 51, pp. 453-475)

Έχοντας αναλύσει το περιεχόμενο των κανόνων της εταιρικής διακυβέρνησης και πώς αυτοί επηρεάζουν τη δομή και τη λειτουργία της, ιδιαίτερη σημαντική είναι και η ανάλυση των πρακτικών συνεπειών - αποτελεσμάτων στην εταιρεία υπό καθεστώς εξυγίανσης/εσωτερικής αναδιοργάνωσης, στο βαθμό που στηρίζονται στους εν λόγω κανόνες. Πολλές εμπειρικές μελέτες έχουν καταλήξει στη θετική συσχέτιση μεταξύ διάφορων μορφών διακυβέρνησης και εταιρικής αποδοτικότητας βάσει τόσο οικονομικών όσο και μη οικονομικών κριτηρίων²³³. Βάσει ερευνών οι πιο έγκυροι δείκτες που καταδεικνύουν την ορθή διακυβέρνηση είναι:

- Η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου
- Το μέγεθος αλλά και η ποικιλομορφία στη σύνθεση του συμβουλίου
- Οι απολαβές των διοικήτων
- Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του διευθύνοντος συμβούλου
- Η εφαρμοζόμενες μέθοδοι εταιρικής εποπτείας
- Η ιδιοκτησιακή δομή στην εταιρεία

Η σωστή εφαρμογή κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης βελτιώνει τις αποδόσεις της εταιρείας, καθώς οι βελτιωμένες δομές της διασφαλίζουν την λήψη «ποιοτικών» διοικητικών αποφάσεων (quality decision making) και ενθαρρύνουν τον αποτελεσματικό σχεδιασμό διαδοχής (succession planning) από τους ανώτατους διοικητές²³⁴, στοιχείο θεμελιώδες για την καλή και βιώσιμη επιχειρηματικότητα που συμβάλλει στην εξομάλυνση της «κρίσης διαδοχής»²³⁵ και κατ' επέκταση στη μακροπρόθεσμη ευημερία της επιχείρησης. Ο έλεγχος της απόδοσης των εκτελεστικών μελών του ΔΣ μέσω της σύνδεσης της αποζημίωσης με τις μακροπρόθεσμες επιδόσεις της εταιρείας δημιουργεί ευνοϊκές συνθήκες όχι μόνο για το σχεδιασμό της ομαλής διαδοχής των μελών αυτών και της συνέχειας της εταιρείας αλλά και για τη διατήρηση της ανάπτυξης της εταιρείας σε βάθος χρόνου.

Μέσω του εσωτερικού ελέγχου όπως αναλύθηκε ανωτέρω βελτιώνεται η λογοδοσία εντός της εταιρείας ενώ παράλληλα ελαχιστοποιείται ο κίνδυνος εμφάνισης περιστατικών απάτης ή εξυπηρέτησης ιδίων συμφερόντων των διοικούντων. Σε συνδυασμό δε με την αποτελεσματική διαχείρισης κινδύνου και τον εσωτερικό έλεγχο, τα τυχόν προβλήματα που ήδη υπάρχουν στην εταιρεία εμφανίζονται στο προσκήνιο και αντιμετωπίζονται πριν δημιουργηθούν μη αναστρέψιμες για την εταιρεία καταστάσεις. Η βελτίωση στην πληροφόρηση αλλά και στη διάχυση των πληροφοριών μεταξύ των οργάνων διοίκησης της εταιρείας συμβάλλει και αυτή στη βελτιωμένη εταιρική αποδοτικότητα, καθώς επιτυγχάνεται μεγαλύτερη ταχύτητα στη λήψη αποφάσεων ενώ και οι ίδιες η αποφάσεις είναι ποιοτικότερες.

²³³ Deloitte «Good Governance driving Corporate Performance? A meta-analysis of academic research & invitation to engage in the dialogue» December 2016

²³⁴ Γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής με θέμα την «Πράσινη Βίβλο — Η επιχειρηματικότητα στην Ευρώπη» Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2004/C 10/14), 14.1.2004

²³⁵ Κατά την «κρίση διαδοχής» υπάρχει πληθώρα επιχειρήσεων προς πώληση αλλά όχι και επαρκείς αγοραστές

Στο σύγχρονο οικονομικό περιβάλλον η φήμη αποτελεί βασικό στοιχείο για τη φήμη και πελατεία της εταιρείας (company's goodwill) καθώς η εξωτερική εικόνα και το «όνομα της εταιρείας» αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι των περιουσιακών της στοιχείων²³⁶. Δεδομένου ότι η εφαρμογή των κανόνων της εταιρικής διακυβέρνησης στην εταιρεία διασφαλίζουν την οικονομική διαφάνεια και λογοδοσία στο εσωτερικό της εταιρείας, και κατά συνέπεια το σεβασμό απέναντι στα δικαιώματα των μετόχων αλλά και των πιστωτών, υποστηρίζουν ουσιαστικά και τα συμφέροντα των επενδυτών. Είναι βέβαιο λοιπόν πως υπό αυτές τις συνθήκες οι εταιρείες με ενσωματωμένους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης απολαμβάνουν μεγαλύτερη εμπιστοσύνης από το κοινό, βελτιώνοντας έτσι και την υπεραξία τους: τα προϊόντα και οι παρεχόμενες υπηρεσίες της εταιρείας προτιμώνται από τον καταναλωτή, με αποτέλεσμα να σημειώνονται μεγαλύτερες πωλήσεις και έτσι η ίδια η εταιρεία να αποκομίζει ακόμα μεγαλύτερα κέρδη.

Έρευνες²³⁷ επίσης έχουν καταδείξει πως εταιρείες με ισχυρή εταιρική διακυβέρνηση, επωφελούνται από υψηλότερη αξιολόγηση όσον αφορά την πιστοληπτική τους ικανότητα σε σχέση με τις εταιρείες που δεν εφαρμόζουν τέτοιους κανόνες σε σχέση με την οργανωτική τους δομή. Το συμπέρασμα αυτό μάλιστα προέκυψε βάσει των δεικτών της Standard and Poor's (S&P) για την αξιολόγηση της δομής και των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης²³⁸, το οποίο επικεντρώνεται σε τέσσερις (4) βασικούς δείκτες:

1. Ιδιοκτησιακή δομή και Επιρροή (Ownership Structure and Influence)
2. Δικαιώματα και σχέσεις των οικονομικά ενδιαφερόμενων μερών (Financial Stakeholder Rights and Relations)
3. Οικονομική διαφάνεια και Γνωστοποίηση πληροφοριών (Financial Transparency and Information Disclosure)
4. Δομή και διαδικασίες του διοικητικού συμβουλίου (Board Structure and Processes)

Η ύπαρξη μεγάλων διοικητικών συμβουλίων στα πρότυπα της ορθής εταιρικής διακυβέρνησης έχει αποδειχθεί πως συμβάλλει κατά πολύ στη βελτίωση της ασκούμενης διοίκησης, όσο μεγαλύτερο ο αριθμός των μελών του ΔΣ, σε ρεαλιστικά πλαίσια και ανάλογα πάντα και το μέγεθος και τις ανάγκες της εκάστοτε εταιρείας, τόσο ποιοτικότερη και η ενημέρωση που έχει το ΔΣ ως όργανο στο σύνολό του, με αποτέλεσμα να είναι σε θέση να προλάβει τους κινδύνους της εταιρικής επιχείρησης.

Τα υψηλά επίπεδα διαφάνειας βελτιώνουν τη λογοδοσία στην εταιρεία και έτσι διασφαλίζεται πως κύριο μέλημα των διοικούντων είναι η εξυπηρέτηση του εταιρικού συμφέροντος με αποτέλεσμα να καθίσταται παράλληλα δύσκολη η εμφάνιση

²³⁶ Madhani, Pankaj M. "Corporate Governance from Compliance to Competitive Advantage." The Accounting World 7.8 (2007) pp.26-31.

²³⁷ H.Ashbaugh, Daniel W. Collins, Ryan LaFond «Corporate Governance and the Cost of Equity Capital» December 2004 και L. D Brown. and M.L. Caylor «Corporate Governance and Firm Performance» 2004

²³⁸ Standard and Poor's (S&P) Corporate Governance Scores and Evaluations, Standard & Poor's Governance Services, January 2004

περιπτώσεων οικονομικής ζημίας από δόλια συμπεριφορά. Σε αυτό το πλαίσιο βελτιώνεται και η πληροφόρηση που παρέχει η ίδια η εταιρεία προς την αγορά με αποτέλεσμα τη βελτίωση της εικόνας της στην αξιολόγηση από την αγορά και κατά συνέπεια την άνοδο στη μετοχική της αξία και βελτίωση της κεφαλαιακής της επάρκειας, καθώς προσελκύονται περισσότεροι υποψήφιοι επενδυτές. Σύμφωνα με έρευνες²³⁹ οι υποψήφιοι επενδυτές, και δη οι θεσμικοί επενδυτές, δίνουν μεγάλη σημασία στην ύπαρξη δομών εταιρικής διακυβέρνησης στην εταιρεία που πρόκειται να επενδύσουν. Γι αυτούς η προϋπόθεση αυτή είναι τόσο σημαντική όσο και οι οικονομικές επιδόσεις της εταιρείας:

- 15% των Ευρωπαίων θεσμικών επενδυτών θεωρούν την εταιρική διακυβέρνηση σημαντικότερη από την κερδοφορία ή την προοπτική ανάπτυξης της εταιρείας
- Επίσης το 22 % των Ευρωπαίων θεσμικών επενδυτών διατίθενται να καταβάλουν κατά μέσο όρο έως και 19% επιπλέον της τιμής της μετοχής (premium) μιας εταιρείας με ορθή εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης
- Το 60% των θεσμικών επενδυτών θα αποφύγει την επένδυση σε εταιρείες με περιορισμένη ή καθόλου εταιρική διακυβέρνηση
- Οι εταιρείες με ορθή εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης προσθέτουν περίπου 10-12% στην αξία τους λόγω αυτών των πρακτικών²⁴⁰

2.2.2 Η βελτίωση στην πρόσβαση σε πηγές χρηματοδότησης από την εφαρμογή κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης

Ένας ακόμη ορισμός έχει διατυπωθεί για την εταιρική διακυβέρνηση από τους Schleifer και Vishny, οι οποίοι έχουν υποστηρίξει πως η εταιρική διακυβέρνηση “πραγματοεύεται τρόπους μέσω των οποίων οι πάροχοι χρηματοδότησης σε επιχειρήσεις εξασφαλίζουν για τους ίδιους μια απόδοση της επένδυσής τους”. Δίνεται λοιπόν ένα λειτουργικός ορισμός της εταιρικής διακυβέρνησης (“τρόποι”) ιδίως όμως προστίθενται στους μετόχους τους πιστωτές, και οι πάσης φύσεως χρηματοδότες στην εξίσωση με τους αποδέκτες των προσδοκόμενων από την εφαρμογή τωβέλτιστων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεσμάτων²⁴¹.

²³⁹ P. Coombes, M. Watson “Global Investor Opinion Survey.” McKinsey Quarterly 4(2002) pp 1-74

R.Newell, G. Wilson “A Premium for Good Governance.” McKinsey Quarterly 3.2 (2002), pp20-23.

J.Krafft, Y. Qu, F. Quatraro , J-L Ravix «Corporate governance, value and performance of firms: New empirical results on convergence from a large international database» Industrial and Corporate Change, Oxford University Press (OUP), 2014, 23 (2), pp.361-291.

²⁴⁰ Στοιχείο από έρευνα για τη σχέση αξίας στην αγορά και πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης σε 188 εταιρείες σε 6 ανδυνόμενες αγορές (Ινδία, Μαλαισία, Μεξικό, Ταϊβάν, Τουρκία και Νότιος Κορέα)

²⁴¹ Α.Οικονόμου «Προφύλαξη από την αφερεγγυότητα, διαχείριση κινδύνων και εταιρική διακυβέρνηση», Πρακτικά 23^{ου} Πανελληνίου Συνεδρίου Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη 2013, σελ.62

2.2.2.1 Θεσμικοί Επενδυτές

Η εταιρική διακυβέρνηση ως σύνολο κανόνων που διαρθρώνουν την αποφασιστική εξουσία στο εσωτερικό μιας ανώνυμης εταιρείας, είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τη μεγιστοποίηση της αποτελεσματικότητας της εταιρείας. Βασική προϋπόθεση όμως για την επίτευξη του στόχου αυτού είναι η πραγματοποίηση προσωπικών επενδύσεων στην εταιρεία, στενότερα συνδεδεμένων με την πορεία της συγκεκριμένης οντότητας (firm specific investments), οι οποίες παράλληλα στερούνται χρησιμότητας αλλού²⁴².

Σημαντική πηγή τέτοιου είδους χρηματοδότησης για μια ανώνυμη εταιρεία, ειδικά αν πρόκειται περί εισηγμένης σε οργανωμένη αγορά εταιρείας, αποτελούν οι θεσμικοί επενδυτές. Πρόκειται για φορείς που κατ' επάγγελμα συγκεντρώνουν χρηματικά διαθέσιμα άλλων προσώπων (απώτεροι επενδυτές δικαιούχοι) προκειμένου να τα διαχειριστούν και να παράσχουν με έμμεσο ή άμεσο τρόπο στους απώτερους δικαιούχους την επενδυτική απόδοση²⁴³. Ανάλογα με το σκοπό και τρόπο της διαχείρισης, οι θεσμικοί επενδυτές διακρίνονται γενικά σε:

- τράπεζες,
- εταιρείες ασφαλειών,
- ταμεία συντάξεων,
- ταμεία εξασφάλισης (hedge funds) και
- εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων (mutual funds)

Από πλευράς δε επενδυτικής συμπεριφοράς, διακρίνονται περαιτέρω σε αυτούς που ακολουθούν πιστά ευρύτερα αποδεκτούς επενδυτικούς δείκτες (index funds) και σε αυτούς που επιδιώκουν μέσω της επιλογής συγκεκριμένων κινητών αξιών την ενεργή και συχνή αναδιαμόρφωση (turnover) του χαρτοφυλακίου τους να υπερβούν την απόδοση της αγοράς (market outperform).

Βασική προϋπόθεση για τη μακροπρόθεσμη συμμετοχή των εν λόγω υποψηφίων επενδυτών είναι η παροχή από την εταιρεία και των κατάλληλων εγγυήσεων για προστασία των συμφερόντων τους από καταχρηστικές συμπεριφορές, δεδομένου μάλιστα πως όσο πιο μακροπρόθεσμη είναι η προσωπική επένδυση και συμμετοχή στην επιχείρηση τόσο πιο εκτεθειμένη είναι στον επιχειρηματικό κίνδυνο. Η διοίκηση της εταιρείας έχει καθήκον να προστατεύει τις ιδιόζουσες αυτές επενδύσεις και αυτό μπορεί να επιτευχθεί μόνο μέσω της εφαρμογής των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, με τους οποίους δημιουργείται ένα πλαίσιο προστασίας για τέτοιας μορφής συμμετοχές στο κεφάλαιο μια εταιρείας, υπό καθεστώς πλήρους διαφάνειας αλλά και πιο ενεργούς συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών στις ίδιες τις αποφάσεις της εταιρείας.

²⁴² ΚΝ Κυριακάκης “ Έννοια και λειτουργία εταιρικής διακυβέρνησης”σε ΣΑ Μούζουλας “Ν3016/2002 για την Εταιρική διακυβέρνηση” Σάκκουλας 2003, σελ 339

²⁴³ ΚΝ Κυριακάκης, ό.π. , σελ. 344

Βασικό χαρακτηριστικό της συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών σε μια εταιρεία αποτελεί η δραστήρια εμπλοκή τους στα εταιρικά πράγματα κυρίως μέσω της άσκησης των μετοχικών δικαιωμάτων ελέγχου, η οποία με τη σειρά της βασίζεται κατά κύριο λόγο στη συνεχή και ορθή πληροφόρηση. Λόγω, μάλιστα, του μεγαλύτερου μεγέθους και αξίας της συμμετοχής τους στο μετοχικό κεφάλαιο, οι εν λόγω επενδυτές επωμίζονται και το σχετικό κόστος πληροφόρησης, καθώς η άσκηση δικαιωμάτων ελέγχου αποτελεί το μοναδικό τρόπο για βελτίωση της οικονομικής τους επίδοσης²⁴⁴. Είναι λογικό λοιπόν, υπό αυτές τις συνθήκες, οι θεσμικοί επενδυτές να συνεκτιμούν τη διαμόρφωση των δομών εταιρικής διακυβέρνησης ως κριτήριο για την επενδυτική τους επιλογή: αφενός λαμβάνουν υπόψη το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης που ισχύει ως προς το γενικότερο επενδυτικό περιβάλλον (δηλαδή τη χώρα επένδυσης) αφετέρου εξετάζουν την ύπαρξη σχετικών δομών ως προς το ειδικότερο αντικείμενο (δηλαδή την εταιρεία-εκδότη κινητών αξιών στην οποία πρόκειται να συμμετάσχουν) με ιδιαίτερη έμφαση στο επίπεδο της πληροφοριακής διαφάνειας της εταιρείας.

Η διαμόρφωση λοιπόν της εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να αξιοποιηθεί ως πρόσθετο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και μέσο προσέλκυσης αλλοδαπών θεσμικών επενδυτών προκειμένου αυτοί να θέσουν τα κεφάλαιά τους στη διάθεσή μιας εταιρείας-εκδότης, με βασική προϋπόθεση την κατανόηση των ειδικών αναγκών και προτιμήσεων των επενδυτών και την αντίστοιχη προσαρμογή των θεσμών εταιρικής διακυβέρνησης. Πρόκειται ουσιαστικά για μια «παραχώρηση» από πλευράς της εταιρείας, σε μια περίοδο όμως που πρωταρχικό μέλημα είναι η εισροή κεφαλαίων αρχικά για την επιβίωση της και στη συνέχεια για την ανάπτυξή της.

Με αυτή την εταιρική δομική αλλαγή ενισχύεται η ρευστότητα της εταιρείας και περιορίζεται παράλληλα το περιθώριο μεταβολής των τιμών της (volatility) λόγω του μακροπρόθεσμου χαρακτήρα της επένδυσης.

Υφίστανται, ωστόσο, οι επιφυλάξεις όσον αφορά τους κινδύνους που απορρέουν από την αυξημένη συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών στην εταιρική διακυβέρνηση και συγκεκριμένα ανησυχίες περί ενδεχόμενων πιέσεων προς την εταιρεία για βραχυπρόθεσμες και κοντόφθαλμες πολιτικές (transient investors)²⁴⁵, συγκρούσεων συμφερόντων²⁴⁶ ή ακόμα και υποκατάστασης των διοικητικών οργάνων στη διαμόρφωση της επιχειρηματικής πολιτικής προκαλώντας έτσι σφάλματα και οργανωτικές δυσλειτουργίες²⁴⁷, τις οποίες ειδικά μια εταιρεία σε στάδιο αναδιοργάνωσης ή και εξυγίανσης θέλει να αποφύγει, καθώς συνήθως από τέτοιου είδους περιπλοκές έχει προηγηθεί η κακοδιαχείριση και εν τέλει η οικονομική δυσχέρειά της. Επιπλέον, παρών είναι ο κίνδυνος για εμφάνιση καταχρηστικών συμπεριφορών εις βάρος των ατομικών

²⁴⁴ ΚΝ Κυριακάκης “ Σημασία εταιρικής Διακυβέρνησης για τους θεσμικούς επενδυτές” ΣΑ Μούζουλας «Ν.3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση», Σάκκουλας 2003, σελ. 342

²⁴⁵ P.Borochin, Y. Jie “The Effects of Institutional Investor Objectives on Firm Valuation and Governance,” Finance and Economics Discussion Series 2016-088. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2016 p.1

²⁴⁶ Ευρωπαϊκή Επιτροπή «Πράσινη Βίβλος: Το ενωσιακό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης» Βρευξέλλες 5.4.2011 σελ.16

²⁴⁷ ΚΝ Κυριακάκης, ό.π. , Σάκκουλας 2003, σελ. 345

μικροεπενδυτών αποσκοπώντας σε ευνοϊκή μεταχείριση. Η διεθνής εμπειρία, ωστόσο, έχει καταδείξει ότι η συμπεριφορά των θεσμικών επενδυτών και ειδικά αυτών που εμπλέκονται στα εταιρικά πράγματα μέσω της εταιρικής διακυβέρνησης, συνεισφέρει θετικά στην προστασία των μετόχων και τη βελτίωση της εταιρικής αποτελεσματικότητας²⁴⁸.

Ανεξάρτητα, πάντως, από τον τύπο του εξωτερικού επενδυτή, είτε είναι θεσμικός είτε μέσω της κεφαλαιαγοράς, και τις προθέσεις του για μακροχρόνια συμμετοχή σε μια εταιρεία, η εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί εχέγγυο για τη οικοδόμηση εμπιστοσύνης της αγοράς προς την εταιρεία, καθώς η διαφάνεια στη διοίκηση της, η ευκολία ενεργούς συμμετοχής στον εταιρικό βίο (προσβασιμότητα-accessibility), η πληρότητα και η ακρίβεια των σχετικών με την εταιρεία πληροφοριών σε όλα τα επίπεδα δημιουργούν τις προοπτικές για σταθερές, μακροπρόθεσμες επενδυτικές ροές²⁴⁹. Ειδικά με όπλο τη διαφάνεια στα εταιρικά πράγματα, οι επενδυτές έχουν πρόσβαση στις λειτουργίες της εταιρείας και στα χρηματοοικονομικά δεδομένα της, ενώ ακόμα κι αν αυτά είναι αρνητικά, εκτιμάται το γεγονός πως δεν υφίσταται ο κίνδυνος της αβεβαιότητας για τη θέση της εταιρείας²⁵⁰. Εξάλλου, η πρακτική έχει αποδείξει πως όσο καλύτερες είναι οι δομές εταιρικής διακυβέρνησης στην οντότητα, τόσο καλύτερα εξυπηρετείται το συμφέρον των μετόχων και αποφεύγονται φαινόμενα κακοδιαχείρισης, όπως αυτά έχουν αναλυθεί και σε προηγούμενη ενότητα²⁵¹.

Ένα αποτελεσματικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να επηρεάσει τις αποδόσεις των ομολόγων, διαμέσου του αντικτύπου που παρατηρείται στους δείκτες για μελλοντική αφερεγγυότητα της εταιρείας²⁵². Η συνεχής εποπτεία της διοίκησης, με τον περιορισμό της σύγκρουσης συμφερόντων μετόχων-διοικητών, την ορθολογική διαχείριση της εταιρικής περιουσίας και κατά συνέπεια τον μακροπρόθεσμο σχεδιασμό της διοίκησης επηρεάζουν θετικά τους κατόχους ομολόγων καθώς περιορίζεται σημαντικά η πιθανότητα (εκ νέου) εμφάνισης οικονομικού κινδύνου για την εταιρεία. Έρευνες εμφανίζουν διασύνδεση μεταξύ των αποδόσεων ομολόγων και της ύπαρξης μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης σε μια εταιρεία, καθώς οι αποδόσεις αυτές μειώνονται όσο η ενισχύεται η παρουσία μη εκτελεστικών μελών στο ΔΣ.

Επιπρόσθετα η εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης σε συνδυασμό με την είσοδο θεσμικών επενδυτών στο εταιρικό κεφάλαιο, οι οποίοι εντείνουν το πλαίσιο εποπτείας της εκδότριας εταιρείας, οδηγούν αντιστοίχως σε θετικότερη αξιολόγηση των

²⁴⁸ ΚΝ Κυριακάκης, ό.π., Σάκκουλας 2003, σελ. 345, P.Borochin Y. Jie "The Effects of Institutional Investor Objectives on Firm Valuation and Governance," Finance and Economics Discussion Series 2016-088. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2016, pp 2-6

²⁴⁹ RS Witiastuti, D. Suryandari The Influence of Good Corporate Governance Mechanism on the Possibility of Financial Distress" *Review of Integrative Business and Economics Research*, Vol. 5, no. 1, p.120, January 2016

²⁵⁰ M.Maher, T.Aderson "Corporate Governance: effects on firm performance and economic growth», OECD 1999 p.21-25

²⁵¹ P Madhani, Pankaj M. "Corporate Governance from Compliance to Competitive Advantage." *The Accounting World* 7.8(2007) p.28

²⁵² S.Bhojraj and P. Sengupta "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors" *The Journal of Business*, Vol. 76, No. 3 (July 2003), The University of Chicago Press pp. 457

μελλοντικών εκδόσεων χρέους της εταιρείας²⁵³. Η παρουσία θεσμικών επενδυτών έχει αποδειχθεί μάλιστα, ιδιαίτερα ευεργετική για τα ομόλογα με χαμηλή αξιολόγηση, τα οποία συνδέονται με εταιρείες που αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην κάλυψη των πληρωμών τους και άρα υψηλό ρίσκο αφερεγγυότητας. Παρολαυτά, έχει παρατηρηθεί πως με την αύξηση της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας σε θεσμικούς επενδυτές, οι εταιρείες αξιολογούνται χαμηλότερα και αντιστοίχως οι αποδόσεις των ομολόγων ανεβαίνουν λόγω της μεγάλης πιθανότητας επιρροής αυτών προς τη διοίκηση της εταιρείας, που θα μπορούσε να καταστεί επιζήμια για τους υπόλοιπους αρωγούς κεφαλαίου προς την εταιρεία (private benefits hypothesis of blockholding).

2.2.2.2 Εταιρική διακυβέρνηση και τραπεζική χρηματοσότηση

Η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί χρήσιμο εργαλείο για μια εταιρεία ακόμα κι όταν πρόκειται να διεκδικήσει χρηματοδότηση από ένα πιστωτικό ίδρυμα, αν λάβει κανείς υπόψη την πρόσφατη μεταστροφή της πολιτικής των τραπεζών για αυστηρή εξέταση των υποψηφίων δανειοληπτών. Έχει διατυπωθεί πως τα πιστωτικά ιδρύματα δίνουν ιδιαίτερη έμφαση στην πληροφόρηση για την χρηματοοικονομική κατάσταση του κάθε οφειλέτη τους, το οποίο προσπαθούν να το επιτύχουν με την οικοδόμηση μακροχρόνιας συνεργασίας / σχέσης με αυτόν. Με την καλύτερη πληροφόρηση, είναι σε θέση να μπορούν να αξιολογήσουν καλύτερα τη φερεγγυότητα και την πιστοληπτική ικανότητα του οφειλέτη τους και στη συνέχεια να παρέχουν σε αυτόν εκ νέου χρηματοδότηση, ακόμα και βραχυπρόθεσμη, εφόσον πληρούνται βέβαια και οι σχετικές προϋποθέσεις.

Αυτή ακριβώς η δυνατότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων για πληροφόρηση στην εταιρεία, αποτελεί σημαντική προϋπόθεση για την αναχρηματοδότηση των υποχρεώσεων εταιρειών και ειδικά αυτών που βρίσκονται σε οικονομική δυσχέρεια. Μέσω αυτής μόνο μπορεί να γίνει αποτελεσματική διάκριση ανάμεσα σε εταιρείες με θετική και αρνητική προοπτική ως προς την εξυπηρέτηση των οφειλών τους. Πρόκειται για μια διάκριση ιδιαίτερα σημαντικής τόσο για την ίδια την εταιρεία όσο και για τους ιστωτές της καθώς σε περίπτωση λανθασμένης εκτίμησης, είναι πολύ πιθανό η οντότητα να οδηγηθεί σε πρόωρη εκκαθάριση, και έτσι οι πιστωτές να λάβουν μικρότερο πτωχευτικό μέρος απ'ότι θα μπορούσαν στο πλαίσιο εξυγίανσης ή έγκαιρης εκκαθάρισης της εταιρείας.

Σε αυτό το πλαίσιο στενής συνεργασίας οφειλέτριας εταιρείας και πιστωτικών ιδρυμάτων έχουν βασιστεί εξάλλου πολλές διαδικασίες εξυγίανσης επιχειρήσεων (Υποθέσεις Μαρινόπουλου, Νεώριου Σκαραμαγκά). Στο εξωτερικό (Ιαπωνία) υπάρχει η

²⁵³ S.Bhojraj and P. Sengupta "ibid, pp. 459

δυνατότητα γαναδιοργάνωσης μια εταιρείας, με την εκπόνηση ενός στρατηγικού πλάνου ,όπου ορίζεται ειδική ομάδα με συμβουλευτικό χαρακτήρα για την καλύτερη διαχείριση των οφειλών της εταιρείας. Είναι πολύ πιθανό μάλιστα οι μηχανισμοί διακυβέρνησης να έχουν ήδη προετοιμάσει τις εταιρικές δομές ώστε να αποδεχθεί την εν λόγω ομάδα ως εξωτερικούς, μη εκτελεστικούς συμβούλους.

Έρευνες, επιπλέον, έχουν καταδείξει πως οι στενά συνεργαζόμενες με τα πιστωτικά ιδρύματα εταιρείες ακόμα κι όταν βρίσκονται σε οικονομικές δυσχέρειες (financially distressed firms) αλλά σε στενή συνεργασία με πιστωτικά ιδρύματα επενδύουν περισσότερο και έχουν αντιστοίχως και καλύτερες επιδόσεις στη λειτουργία τους, σε σχέση με «μη-ομιλικές» εταιρείες σε αντίστοιχη περίοδο οικονομικής δυσπραγίας, καταδεικνύοντας πως επιχειρήσεις σε δύσκολη οικονομική κατάσταση αντιμετωπίζουν περισσότερα προβλήματα λόγω της διασποράς των οφειλών τους σε περισσότερους πιστωτές απ'ότι αν ήταν συγκεντρωμένοι σε λίγους ή ακόμα σε ένα μοναδικό πιστωτή

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Αν κάποιος επιχειρούσε μια αναδρομή στις νομοθετικές πρωτοβουλίες στο χώρο του εταιρικού και του πτωχευτικού δικαίου, τουλάχιστον όσον αφορά την ελληνική έννομη τάξη, η οποία σε κάθε περίπτωση –όπως και η ελληνική κοινομία- επηρεάζεται από τις διεθνείς εξελίξεις θα διαπίστωνε τις εναλλαγές ανάμεσα σε περιόδους χαλαρής ρύθμισης και υπερρύθμισης, σε στενή συνάρτηση με τις επιδόσεις της παγκόσμιας οικονομίας αλλά και πιο συγκεκριμένα με το ξέσπασμα εταιρικών σκανδάλων μεγάλης κλίμακας, όπως αυτών που περιγράφονται σε ενότητα στο πρώτο μέρος του κειμένου. Έτσι, οι κανόνες εταιρικού δικαίου διαμορφώθηκαν σε μεγάλο βαθμό στην ισχύουσα μορφή τους στις αρχές της χιλιετίας με περαιτέρω ρύθμιση λίγο πριν την απαρχή της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, ενώ αντιστοίχως το πτωχευτικό δίκαιο μετά από μακροχρόνια στασιμότητα βίωσε, τουλάχιστον στην Ελλάδα αλλεπάλληλες μεταβολές, κατά την τελευταία περίπου δεκαετία.

Το νέο πλαίσιο που διαμορφώθηκε με τον πρόσφατο νόμο 4446/2016 και τον περιορισμό της δικαστηριακής παρέμβασης στις διαδικασίες της εξυγίανσης και της αναδιοργάνωσης της επιχείρησης, δημιουργεί μεγαλύτερη ευχέρεια για την εφαρμογή κανόνων του εταιρικού δικαίου στις εταιρείες με οικονομικές δυσχέρειες, ακόμα και σε κατάσταση αφερεγγυότητας. Την ίδια στιγμή δε, το εταιρικό δίκαιο και ειδικά οι κανόνες που αφορούν τη διακυβέρνηση της εταιρείας γίνονται όλο και αυστηρότεροι, δίνοντας έμφαση στη διαφάνεια και την εσωτερική εποπτεία στο νομικό πρόσωπο και με εμφανή τάση εξέλιξης από κανόνες ήπιου δικαίου σε αναγκαστικό δίκαιο²⁵⁴. Το momentum αυτό θα μπορούσε να αξιοποιηθεί στην πράξη με την εφαρμογή των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης που βελτιώνουν τη λειτουργία μιας εταιρείας σε οικονομικές οντότητες που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας και ειδικών τη βελτίωση της θέσης τους.

Με την εργασία αυτή επιδιώχθηκε αυτή η σύζευξη των διαφορετικών ομάδων κανόνων δικαίου, ξεκινώντας από την ανάλυση των κανόνων εταιρικού δικαίου που επιτρέπουν τη διαχειριστική ελευθερία σε μια εταιρεία, της αρνητικής τροπής που μπορεί να έχει αυτή η ευχέρεια στη διοίκηση της εταιρείας ενώ στη συνέχεια παρουσιάστηκε το πλαίσιο των κανόνων διακυβέρνησης που θα μπορούσαν να λειτουργήσουν ως οδηγός για την εσωτερική αναδιοργάνωση της και εν τέλει τη βελτίωση της θέσης της.

Ωστόσο θα ήταν λανθασμένο συμπέρασμα να ισχυριστεί κανείς πως η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί τη λύση σε μια τέτοια δοκιμασία για μια εταιρεία. Εξάλλου οι εν λόγω κανόνες είναι σε πλήρη εξάρτηση από το οικονομικό περιβάλλον δράσης των επιχειρήσεων, με τη συνεχή προσαρμογή των κανόνων αυτών, στις απαιτούμενες ανάγκες και προκλήσεις ως κανόνων συμπεριφοράς να κρίνεται αναγκαία²⁵⁵. Γι αυτό το λόγο ακριβώς, η ορθή εταιρική διακυβέρνηση δεν μπορεί να καθοριστεί ή να περιοριστεί

²⁵⁴ Ενδεικτική η νέα Οδηγία 2017/878 για τα δικαιώματα των μετόχων (Shareholders Rights Directive II-SRD II) με σημαντικές ρυθμίσεις σε θέματα διαφάνειας και ενίσχυσης της μακροχρόνιας εταιρικής συμμετοχής στην εταιρεία

²⁵⁵ Α.Μικρουλέα «Όρια δράσης και ευθύνη των εταιρικών διοικήτων», Νομική Βιβλιοθήκη 2013, σελ 387

σε ένα συγκεκριμένο πλέγμα κανόνων, που νομοτελειακά θα βελτίωναν τη λειτουργία και τις επιδόσεις μιας εταιρείας. Σε κάθε περίπτωση, η διαφάνεια και η δημοσιοποίηση αποτελούν το λιγότερο παρεμβατικό και ταυτόχρονα αποτελεσματικό μέτρο που θα μπορούσε να λειτουργήσει σε οποιαδήποτε οντότητα, ανάλογα με τις δυνατότητες και τις ανάγκες της²⁵⁶. Το σίγουρο είναι πως σε αυτό το πλαίσιο, γενικό ζητούμενο αποτελεί η διαμόρφωση μιας υγιούς κουλτούρας ηθικής συμπεριφοράς των διοικούντων ώστε αυτοί να ενεργούν ως ιδιοκτήτες “ To Act like an Owner”.

Εξάλλου αυτή περίπου ήταν και άποψη του νομικού και ανεξάρτητου εμπειρογνώμονα στην υπόθεση της κακοδιοίκησης και εν τέλει πτώχευσης του κολοσσού WorldCom όπως αναλύθηκε σε προηγούμενη ενότητα της εργασίας, όταν ρωτήθηκε ποια είναι η καλύτερη συμβουλή εταιρικής διακυβέρνησης που θα έδινε και η οποία αποτυπώνει την ουσία των κανόνων αυτών²⁵⁷:

“Είναι απλό. Κάνε το σωστό (Do the right thing)”

²⁵⁶ Α.Μικρουλέα, ό.π. σελ 387

²⁵⁷ D.Thornburgh (Court-Appointed Examiner in the WorldCom Bankruptcy Proceedings) “A Crisis in Corporate Governance? The WorldCom Experience” Address to The Executive Forum California Institute of Technology, 22.3.2004, p.21

3 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

3.1 Ελληνική βιβλιογραφία:

1. Α.Μικρουλέα «Όρια δράσης και ευθύνη των εταιρικών διοικήτων», Νομική Βιβλιοθήκη 2013
2. Γ.Σιγανίδης «Οι υποχρεώσεις της διοίκησης της ανώνυμης εταιρείας πριν και μετά την εμφάνιση ενδείξεων επερχόμενης αφερεγγυότητας»
3. Ε.Περάκης «Πτωχευτικό Δίκαιο», Νομική Βιβλιοθήκη, 3^η έκδοση 2017
4. Λ.Ι. Αθανασίου «Μέτοχοι και εταιρική εποπτεία», Νομική Βιβλιοθήκη 2010
5. Σ.Α. Μούζουλα «Εταιρική διακυβέρνηση- Διεθνής εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα», Σάκκουλας 2003
6. Σ.Α. Μούζουλας « Ν.3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση» Σάκκουλας 2003
7. Χ.Αποστολόπουλος «Ο κανόνας της επιχειρηματικής κρίσης (business judgement rule) και η πρόκληση αφερεγγυότητας στην ανώνυμη εταιρεία», Νομική Βιβλιοθήκη, 2014
8. Χ.Λιβαδά «Το ΔΣ της Ανώνυμης Εταιρείας και οι Κανονες Εταιρικής Διακυβέρνησης Η επίδραση του θετικού δικαίου» Νομική Βιβλιοθήκη 2016
9. Μ.Goergen «Εταιρική διακυβέρνηση- Μια διεθνής θεώρηση», Εκδόσεις Διπλογραφία 2012
10. Γ.Ν. Μιχαλόπουλος «Η νέα πτωχευτική νομοθεσία « 4η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη 2016
11. Σ.Α. Μούζουλας «Εταιρική διακυβέρνηση- Διεθνής εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα», Σάκκουλας 2003

3.2 Ελληνική αρθρογραφία- Μελέτες:

1. Α.Οικονόμου «Προφύλαξη από την αφερεγγυότητα, διαχείριση κινδύνων και εταιρική διακυβέρνηση», Πρακτικά 23^{ου} Πανελλήνιου Συνεδρίου Εμπορικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη 2013
2. Λ.Κοκκίνης “Ο νόμιμος λόγος λόγος ευθύνης στην παρέλκυση της πτώχευσης” ΔΕΕ 1/2009
3. ΓΔ Τριανταφυλλάκης « Η κρίση της επιχείρησης και η αντιμετώπισή της- Ο ρόλος της υποχρέωσης πίστης» ΔΕΕ 3/2014, σελ 204
4. ΓΔ Τριανταφυλλάκης «Ευθύνη για πρόκληση αφερεγγυότητας- Εταιρικό και Πτωχευτικό Δίκαιο» ΕΕμπΔικαίου 2010 , σελ 801

5. ΓΔ Τριανταφυλλάκης “Ευθύνη για πρόκληση αφερεγγυότητας- Εταιρικό και πτωχευτικό Δίκαιο” , ΕΠΕμπΔ 2010
6. Γ.Δ.Τριανταφυλλάκης «Η αντιμετώπιση της αφερεγγυότητας ως υποχρέωση του οφειλέτη», Πρακτικά 23^{ου} Πανελληνίου Συνεδρίου Εμπορικολόγων, Νομική Βιβλιοθήκη 2013
7. Γ.Σωτηρόπουλος «Οικονομική κρίση και εταιρική διακυβέρνηση» ΕΕμπΔ 2010
8. Ζ.Γιωτάκη “Εσωτερικός και εξωτερικός έλεγχος” σε Σ.Μούζουλα «Ν3016/2002 για την Εταιρική Διακυβέρνηση», Σάκκουλας 2003, σελ 169
9. ΚΝ Κυριακάκης “Έννοια και λειτουργία εταιρικής διακυβέρνησης”σε ΣΑ Μούζουλας “Ν3016/2002 για την Εταιρική διακυβέρνηση” Σάκκουλας 2003, σελ 339
10. Λ.Ι.Αθανασίου «Μη εκτελεστικά μέλη ΔΣ»,Πρακτικά 12^{ου} Συνεδρίου Εμπορικολόγων «Σύγχρονα Ζητήματα εταιρικής ευθύνης», Νομική Βιβλιοθήκη 2003
11. Λ.Κοκκίνης «Εταιρικό συμφέρον» και διοικούντες μη «εισηγμένης» ανώνυμης εταιρίας, ΕΕμπΔ 2003
12. ΝΚ Ρόκας “Ευθύνη για παρέλκυση της πτώχευσης “ , ΕΕμπΔ 2008 σελ.1
13. Σ.Φράστανλης “Other people’s money και προστασία των εταιρικών πιστωτών” ΔΕΕ 5/2011
14. Τσενέ «Εταιρικές δομές και εταιρική διακυβέρνηση στις εισηγμένες οικονομικές εταιρείες» Πρακτικά 25^{ου} Πανελληνίου Συνεδρίου ΣυνΕΕμπ, 2015
15. C.Winbichlere «Διευθυντικά Στελέχη: Κακά και Ακριβά; Αμοιβές, συστήματα παροχής κινήτρων και η δημοσιότητά τους» ΕΕμπΔ 2009 , σελ.1
16. B. McDonnell “Strategies for an Employee Role in Corporate Governance”Wake Forest Law Review 46, 2011, p.433

3.3 Ξένη βιβλιογραφία:

1. F. Drescher, “*Insolvency Timing and Managerial Decision-Making*”, Springer Fachmedien Wiesbaden 2014
2. G.Kirkpatrick “The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis” OECD Steering Group on Corporate Governance 2009, p.5
3. Institute of Internal Auditors “Definition of Internal Auditing”, The Institute of Internal Auditors, Altamonte Springs, 1999
4. J. Argenti “Spot danger signs before it's too late” Accountancy, July 1986, p.101-102.
5. Cook, and Winkle “Auditing, Philosophy and Technique”, Houghton Mifflin Company, 1976.

6. P.M.Madhani., « Corporate Governance: A Journey from Compliance to Competitive Advantage» σε «Enhancing Enterprise Competitiveness (Strategy, Operations and Finance)» R. K. Jain, P. Gupta, U. Dhar, eds., Allied Publishers, 2007, pp 19 -33.
7. F. Drescher, “*Insolvency Timing and Managerial Decision-Making*”, Springer Fachmedien Wiesbaden 2014 σελ.9
8. H.Ashbaugh, Daniel W. Collins, Ryan LaFond «Corporate Governance and the Cost of Equity Capital» December 2004
9. OP Roche “Corporate Governance and Organization Life Cycle: The Changing Role and Composition of the Board of Directors”, Cambria Press 2009, σελ.57
10. K. Keasey, S.Thompson, M.Wright “Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons”, Wiley & Sons 2005

3.4 Ξένη αρθρογραφία- Μελέτες:

1. Cass Business School on behalf of Airmic sponsored by Crawford and Lockton “Roads to ruin, a study of major risk events: their origin, impact and implications”, 2001
2. C. Baldwin, M.Scott ‘The resolution of claims in financial distress: the case of Massey Ferguson’, Journal of Finance, Vol. 38, 1983 p.505
3. C.Fancoeur, R.Labelle, B.Sinclair-Desgagne «Gender Diversity in Corporate Governance and Top Management. Journal of Business Ethics» Vol. 81, 2008 pp. 83-95.
4. CM Daily, DR Dalton “Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure” The Academy of Management Journal, Vol. 37, No. 6 (Dec., 1994), pp. 1603-1617
5. J.Krafft, Y. Qu, F. Quatraro , J-L Ravix «Corporate governance, value and performance of firms: New empirical results on convergence from a large international database» Industrial and Corporate Change, Oxford University Press (OUP), 2014, 23 (2), pp.361-291
6. CM Daily, DR Dalton “Corporate governance and the bankrupt firm: an empirical assessment. Strategic Management Journal, 15, 8, p.654
7. Daily, C.M. and Dalton, D.R. (1994b) Bankruptcy and corporate governance: the impact of board composition and structure. Academy of Management Journal, 37, 6, p.1606
8. Daniel Sachs, CEO Proventus AB «The Impact of an emerging European corporate bond market on corporate governance»- Corporate Governance, Value Creation and Growth, OECD 2012
9. Davidson, R., Goodwin-Stewart, J. and Kent, P. (2005), “Internal Governance Structures and Earnings Management”, Accounting and Finance, 45(2), pp. 241-67.

10. G. Morgan, (1980) "Internal Audit Role Conflict: A Pluralist View", *Managerial Finance*, Vol. 5 Issue: 2, pp.160-170
11. HS Bahbra , AH Eissa "Corporate Financial Distress and CEO Networks 6th Annual CIRANO-Sam M. Walton College of Business Workshop on Networks in Trade and Finance, 30.9.2017
12. L. D Brown. and M.L. Caylor «Corporate Governance and Firm Performance» 2004
13. L. M. Lopucki "The myth of the residual owner: An empirical study" *Washington University Law Review* 2004, Volume 82, Issue 4 p.1343
14. M. Maher, T. Aderson "Corporate Governance: effects on firm performance and economic growth», *OECD* 1999 p.21-25
15. MA Fox "Boards of Directors: The Influence of Board Size, Leadership and Composition on Corporate Financial Performance» *Commerce Division, Discussion Paper No. 45*, 1998
16. Madhani, Pankaj M. "Corporate Governance from Compliance to Competitive Advantage." *The Accounting World* 7.8 (2007) pp.26-31.
17. McDonald, M.; Khanna, P.; Westphal, J. (2008). Getting them to think outside the circle: Corporate Governance, CEO's External advice. *Academy of Management Journal*, Vol. 51, pp. 453-475
18. P. Borochin, Y. Jie "The Effects of Institutional Investor Objectives on Firm Valuation and Governance," *Finance and Economics Discussion Series* 2016-088. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2016 p.1
19. P. Coombes, M. Watson "Global Investor Opinion Survey." *McKinsey Quarterly* 4(2002) pp 1-74
20. P.E. Dimitropoulos, D. Asteriou, "The effect of board composition on the informativeness and quality of annual earnings: Empirical evidence from Greece", *Research in International Business and Finance*, vol. 24, no. 2, 2010 pp. 190-205.
21. R.A Johnson,., R.E. Hoskisson, and M.A Hitt, «Board of director involvement in restructuring: the effects of board versus managerial controls and characteristics» *Strategic Management Journal* 14, 1993 , p.33-50
22. R.B. Whitaker, 'The early stages of financial distress', *Journal of Economics and Finance*, Vol. 23, No. 2, 1999 pp.123–133.
23. R. Bozec, M. Dia, Y. Bozec «Governance–Performance Relationship: A Re-examination Using Technical Efficiency Measures" *British Journal of Management Studies*, Vol. 21, 2010 pp. 684-700.
24. R K. Rasmussen «The search for Hercules: residual owners, directors, and corporate governance in chapter 11» *Washington University Law Review* 2004, Volume 82, Issue 4 p.1445
25. R.C. Anderson, D.M. Reeb "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500". *Journal of Finance* Vol. LVIII, No3, June 2003
26. R. Newell, G. Wilson "A Premium for Good Governance." *McKinsey Quarterly* 3.2 (2002), pp.20-23.

27. RS Chaganti et al "Corporate Board Size, Composition and Corporate Failures in Retailing Industry", *Journal of Management Studies* Volume 22, Issue 4 July 1985 p.407
28. R.Stewart "Chairmen and Chief Executives: an Exploration of Their Relationship", *Journal of Management Studies* Volume 28, Issue 5 September 1991, ap.523
29. S.A Zahra, J.A Pearce,. (Boards of directors and financial performance: a review and integrative model. *Journal of Management*, 15, 2, 1989) p.309
30. S.Bhojraj and P. Sengupta "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors" *The Journal of Business*, Vol. 76, No. 3 (July 2003), The University of Chicago Press pp. 457
31. Sheppard, J.P. (1994) Strategy and bankruptcy: an exploration into organizational death. *Journal of Management*, 20, 4, 795-833.
32. Standard and Poor's (S&P) Corporate Governance Scores and Evaluations, Standard & Poor's Governance Services, January 2004
33. T.Karagiorgos, G. Drogalas, E.Gotzamanis & I. Tampakoudis "Internal auditing as an effective tool for corporate governance" *Journal of Business Management*, Vol.2, No1 January-June 2010
34. T. Karagiorgos, G Drogalas, M Pazarskis, P Christodoulou «Internal auditing as a main tool for efficient risk assessment» *Management of International Business & Economic Systems (MIBES) Conference* 6, 2007.
35. T.Danescua, M.Prozanb, RD Prozanc «The valances of the internal audit in relationship with the internal control – corporate governance» *Procedia Economics and Finance* Volume 26, pp. 960-966, 2015
36. RS Witiastuti, D. Suryandari "The Influence of Good Corporate Governance Mechanism on the Possibility of Financial Distress" *Review of Integrative Business and Economics Research*, Vol. 5, no. 1, pp.118-127, January 2016
37. Veil "Krisenbewältigung durch Gesellschaftsrecht", *ZGR* 2006, 374
38. VL Barker III, MA Moore "Mechanistic Structure Shift and Strategic Reorientation in Declining Firms Attempting Turnarounds" *Human Relations*, Vol. 51, No. 10, 1998
39. Deloitte «Good Governance driving Corporate Performance? A meta-analysis of academic research & invitation to engage in the dialogue», December 2016
40. NH Cuong "Factors Causing Enron's collapse: An investigation into corporate governance and company culture" *Corporate Ownership & Control*, Volume 8, Issue 3, 2011, p.588
41. M.Jennings "A Primer on Enron: Lessons From A Perfect Storm of Financial Reporting, Corporate Governance and Ethical Culture Failures" *California Western Law Review*: Vol. 39: No. 2, Article 2, 2003
42. FR Edwards "U.S. Corporate Governance: What Went Wrong and Can It Be Fixed?" Paper prepared for B.I.S. and Federal Reserve Bank of Chicago conference, "Market Discipline: The Evidence across Countries and Industries", 2003, p.7

43. D.Thornburgh (Court-Appointed Examiner in the WorldCom Bankruptcy Proceedings) "A Crisis in Corporate Governance? The WorldCom Experience" Address to The Executive Forum California Institute of Technology, 22.3.2004
44. A. Stachowicz-Stanusch "Corporate Social Performance In The Age Of Irresponsibility: Cross National Perspective" Information Age Publishing, 2016, p.33
45. A.Melis "Corporate Governance Failures. To What Extent is Parmalat a Particularly Italian Case?" Corporate governance: an international review, Volume 13, Issue 4 July 2005 p. 482
46. R.Dibra "Corporate Governance Failure: The Case Of Enron And Parmalat" European Scientific Journal June edition vol.12, No.16, 2016
47. MA Fox "Boards of Directors: The Influence of Board Size, Leadership and Composition on Corporate Financial Performance» Commerce Division, Discussion Paper No. 45, 1998 p.3
48. C.Winbichlere «Διευθυντικά Στελέχη: Κακά και Ακριβά; Αμοιβές, συστήματα παροχής κινήτρων και η δημοσιότητά τους» ΕΕμπΔ 2009 , σελ.1
49. Fauver, ME Fuerst "Doew good corporat governance include employee representation? Evidencee from German corporate boards", Journal of Financial Economics 82, 2006, pp 673-710
50. T.Danescua, M.Prozanb, RD Prozanc «The valances of the internal audit in relationship with the internal control – corporate governance» Procedia Economics and Finance Volume 26, pp. 960-966, 2015
51. Institute of Internal Auditors "Definition of Internal Auditing", The Institute of Internal Auditors, Altamonte Springs, 1999
52. G. Morgan, (1980) "Internal Audit Role Conflict: A Pluralist View", Managerial Finance, Vol. 5 Issue: 2, pp.160-170

3.5 Επίσημα κείμενα :

1. "Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΚΕΔ) για τις Εισηγμένες εταιρείες" Οκτώβριος 2013, Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων (ΣΕΒ)
2. Γνωμοδότηση της Ευρωπαϊκής Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής με θέμα την «Πράσινη Βίβλο — Η επιχειρηματικότητα στην Ευρώπη» Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2004/C 10/14), 14.1.2004
3. Ευρωπαϊκή Επιτροπή «Πράσινη Βίβλος: Το ενωσιακό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης» Βρευξέλλες 5.4.2011
4. OECD "Governance Challenges for Family-Owned Businesses", Practical Guide to Corporate Governance 5th Chapter, 2008
5. Report prepared by the Permanent Subcommittee on Investigations of The Committee on Governmental Affairs United States Senate «The Role of the Board of

Directors in Enron's collapse», 107th Congress, 2nd Session, July 8 2002, US Government Printing Office

6. Σύσταση Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με τον ρόλο των μη εκτελεστικών και των εποπτικών διοικητικών στελεχών των εισηγμένων εταιρειών, 15.2.2005
7. UNCITRAL- Legislative Guide on Insolvency Law, Part four: Directors' obligations in the period approaching insolvency, United Nations ,New York 2013