

EL

EL

EL



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Βρυξέλλες, 5.4.2011
COM(2011) 164 τελικό

ΠΡΑΣΙΝΗ ΒΙΒΛΟΣ

Το ενωσιακό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης

ΠΡΑΣΙΝΗ ΒΙΒΛΟΣ

Το ενωσιακό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης

(Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ)

Η Επιτροπή επανέλαβε πρόσφατα τη δέσμευσή της για μια ισχυρή και επιτυχημένη ενιαία αγορά η οποία δίνει εκ νέου προτεραιότητα στους πολίτες και επανακτά την εμπιστοσύνη τους. Όπως αναφέρεται στην ανακοίνωση της Επιτροπής με τίτλο *Προς μια Πράξη για την Ενιαία Αγορά*, «Είναι πρωταρχικής σημασίας οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις να δείξουν τη μεγαλύτερη υπευθυνότητα, τόσο έναντι των εργαζομένων τους και των μετόχων τους όσο και έναντι της κοινωνίας εν γένει»¹. Η εταιρική διακυβέρνηση και η εταιρική κοινωνική ευθύνη είναι βασικά στοιχεία για την οικοδόμηση της εμπιστοσύνης των πολιτών στην ενιαία αγορά. Συμβάλλουν επίσης στην ανταγωνιστικότητα των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων, γιατί οι βιώσιμες επιχειρήσεις που λειτουργούν σωστά βρίσκονται στην καλύτερη δυνατή θέση για να συμβάλουν στην επίτευξη των φιλόδοξων αναπτυξιακών στόχων που έχει θέσει η στρατηγική «Ευρώπη 2020»². Στον τομέα της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, η Επιτροπή έχει ήδη οργανώσει μια δημόσια διαβούλευση σχετικά με τη δημοσιοποίηση μη οικονομικής φύσεως πληροφοριών από εταιρείες³ και θα προτείνει μια νέα πρωτοβουλία πολιτικής εντός του τρέχοντος έτους για την αντιμετώπιση των ζητημάτων που σχετίζονται με τις κοινωνικές προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις.

Το ανακοινωθέν των υπουργών οικονομικών και των διοικητών των κεντρικών τραπεζών της ομάδας G20 της 5 Σεπτεμβρίου του 2009 τόνισε ότι πρέπει να αναληφθούν δράσεις για την εξασφάλιση βιώσιμης ανάπτυξης και την οικοδόμηση ενός ισχυρότερου διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα από τα διαθέσιμα μέσα για την αντιμετώπιση της επιζήμιας βραχυπρόθεσμης προσέγγισης και της υπερβολικής ανάληψης κινδύνων⁴. Σκοπός της παρούσας Πράσινης Βίβλου είναι να αξιολογηθεί η αποτελεσματικότητα του ισχύοντος πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων υπό το πρίσμα των ανωτέρω.

Η εταιρική διακυβέρνηση ορίζεται παραδοσιακά ως το σύστημα με το οποίο διοικούνται και ελέγχονται οι εταιρείες⁵ και ως ένα σύνολο σχέσεων μεταξύ της διεύθυνσης μιας εταιρείας, του διοικητικού της συμβουλίου, των μετόχων της και των λοιπών ενδιαφερομένων μερών

¹ Ανακοίνωση της Επιτροπής στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και την Επιτροπή των Περιφερειών με τίτλο *Προς μια Πράξη για την Ενιαία αγορά – Για μια κοινωνική οικονομία της αγοράς με υψηλό βαθμό ανταγωνιστικότητας*, COM(2010)608 τελικό/2, σ. 27.

² Βλέπε τα συμπεράσματα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της 17ης Ιουνίου 2010, στη διεύθυνση http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/115346.pdf.

³ Η διαβούλευση με θέμα την «αποκάλυψη μη οικονομικής φύσεως πληροφοριών από εταιρείες» έκλεισε τον Ιανουάριο του 2011· βλέπε http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/non-financial_reporting_en.htm.

⁴ Βλέπε επίσης, π.χ., ΟΟΣΑ, *Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles* [Εταιρική διακυβέρνηση και χρηματοπιστωτική κρίση – συμπεράσματα και νεοεμφανιζόμενες καλές πρακτικές για να προωθηθεί η εφαρμογή βασικών αρχών], Φεβρουάριος 2010.

⁵ Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (The Cadbury Report), 1992, σ. 15, διαθέσιμο στη διεύθυνση <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

της⁶. Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιρειών στην Ευρωπαϊκή Ένωση είναι ένας συνδυασμός νομοθεσίας και μη δεσμευτικών κανόνων («soft law»), που περιλαμβάνει συστάσεις⁷ και κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης. Αν και οι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης θεσπίζονται σε εθνικό επίπεδο, η οδηγία 2006/46/EK προωθεί την εφαρμογή τους επιβάλλοντας στις εισηγμένες εταιρείες στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης να παραπέμπουν σε έναν κώδικα και επίσης να υποβάλλουν έκθεση σχετικά με την εκ μέρους τους εφαρμογή του εν λόγω κώδικα με βάση την αρχή «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»⁸.

Προκειμένου να εντοπίσει τα θέματα που συνδέονται περισσότερο με την ορθή εταιρική διακυβέρνηση στην ΕΕ και να συντάξει την παρούσα Πράσινη Βίβλο, η Επιτροπή διεξήγαγε συνεντεύξεις σε ένα δείγμα εισηγμένων εταιρειών από διαφορετικά κράτη μέλη και διαφορετικούς κλάδους της οικονομίας, με διαφορετικά επίπεδα κεφαλαιοποίησης και διαφορετικές μετοχικές διαρθρώσεις. Πραγματοποίησε επίσης συναντήσεις με εμπειρογνώμονες σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης και με εκπροσώπους της επενδυτικής κοινότητας και της κοινωνίας των πολιτών. Ορισμένα σχετικά θέματα είχαν ήδη ανακύψει στο πλαίσιο της Πράσινης Βίβλου για την εταιρική διακυβέρνηση στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και για τις πολιτικές αποδοχών⁹ που εγκρίθηκε τον Ιούνιο του 2010. Για παράδειγμα, η συμμετοχή των μετόχων έχει σημασία όχι μόνο για τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, αλλά και για τις εταιρείες γενικά¹⁰. Ωστόσο, οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί αποτελούν ειδική περίπτωση, λόγω των ιδιαίτερων προκλήσεων που αντιμετωπίζουν όσον αφορά τη διασφάλιση της αποτελεσματικής διαχείρισης των κινδύνων και τους συστημικούς κινδύνους που μπορούν να προκαλέσουν για το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Επομένως, οι λύσεις που προβλέπονται στην Πράσινη Βίβλο του Ιουνίου του 2010 μπορεί να μην ισχύουν για τις επιχειρήσεις της ΕΕ γενικά. Κατά συνέπεια, η παρούσα Πράσινη Βίβλος εξετάζει τα ακόλουθα τρία θέματα τα οποία βρίσκονται στο επίκεντρο της χρηστής εταιρικής διακυβέρνησης:

- Το διοικητικό συμβούλιο – απαιτούνται αποτελεσματικά διοικητικά συμβούλια υψηλών επιδόσεων για να αντιμετωπίσουν την πρόκληση της εκτελεστικής διαχείρισης. Αυτό σημαίνει ότι τα διοικητικά συμβούλια χρειάζονται μη εκτελεστικά μέλη με διαφορετικές απόψεις και δεξιότητες και κατάλληλη επαγγελματική πείρα. Τα εν λόγω μέλη πρέπει επίσης να είναι πρόθυμα να επενδύσουν αρκετό χρόνο στις εργασίες του διοικητικού συμβουλίου. Ο ρόλος του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου είναι ιδιαίτερα σημαντικός, όπως σημαντικές είναι και οι ευθύνες του διοικητικού συμβουλίου για τη διαχείριση των κινδύνων.
- Οι μέτοχοι – το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης βασίζεται στην παραδοχή ότι οι μέτοχοι συμμετέχουν ενεργά στις εταιρείες και ζητούν λογοδοσία από τα διοικητικά στελέχη για τις επιδόσεις των εταιρειών. Ωστόσο, υπάρχουν ενδείξεις ότι η πλειονότητα των μετόχων έχει παθητικό ρόλο και συχνά επικεντρώνεται μόνο στα βραχυπρόθεσμα κέρδη. Φαίνεται

⁶ Αρχές του ΟΟΣΑ για την εταιρική διακυβέρνηση, 2004, σ. 11, στη διεύθυνση <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

⁷ Για κατάλογο των μέτρων της ΕΕ στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης, βλέπε παράρτημα 2.

⁸ Η προσέγγιση αυτή σημαίνει ότι μια εταιρεία που επιλέγει να αποκλίνει από τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να εξηγήσει από ποια μέρη του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης απέκλινε και για ποιους λόγους.

⁹ COM(2010) 284 τελικό, βλέπε επίσης Ενημερωτική δήλωση — Συνοπτική παρουσίαση των απαντήσεων στην Πράσινη Βίβλο της Επιτροπής για την εταιρική διακυβέρνηση στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, στη διεύθυνση http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf.

¹⁰ Βλέπε την προαναφερθείσα Πράσινη Βίβλο, τμήματα 3.5 και 5.5.

επομένως σκόπιμο να εξεταστεί κατά πόσον μπορούν να ενθαρρυνθούν περισσότεροι μέτοχοι να ενδιαφερθούν για τη βιώσιμη απόδοση και τις πιο μακροπρόθεσμες επιδόσεις, και να ενθαρρυνθούν να είναι πιο δραστήριοι σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης. Επιπλέον, σε διαφορετικές μετοχικές διαρθρώσεις, υπάρχουν και άλλα ζητήματα, όπως η προστασία της μειοψηφίας.

- Ο τρόπος εφαρμογής της προσέγγισης «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» στην οποία βασίζεται το ενωσιακό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης. Μια πρόσφατη μελέτη¹¹ έδειξε ότι η ποιότητα της πληροφόρησης που παρέχεται μέσω των εξηγήσεων που δημοσιεύονται από τις εταιρείες και που αποκλίνουν από τις συστάσεις του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης στις περισσότερες περιπτώσεις δεν είναι ικανοποιητική και ότι σε πολλά κράτη μέλη η παρακολούθηση της εφαρμογής των κωδίκων είναι ανεπαρκής. Επομένως, είναι σκόπιμο να εξεταστεί πώς μπορεί να βελτιωθεί αυτή η κατάσταση.

Πρέπει επίσης να εξεταστούν δύο προκαταρκτικά ερωτήματα.

Πρώτον, οι ευρωπαϊκοί κανόνες για την εταιρική διακυβέρνηση εφαρμόζονται στις «εισηγμένες» εταιρείες (δηλαδή τις εταιρείες που εκδίδουν μετοχές εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά). Εν γένει δεν κάνουν διάκριση ανάλογα με το μέγεθος¹² ή το είδος της εταιρείας. Ορισμένα κράτη μέλη, ωστόσο, έχουν ειδικούς κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης προσαρμοσμένους στα μέτρα των μικρών και μεσαίων εισηγμένων εταιρειών¹³, π.χ. για περιπτώσεις όπου ο κύριος μέτοχος μπορεί επίσης να είναι ο διευθυντής. Αυτοί οι κώδικες περιλαμβάνουν συστάσεις που αντικατοπτρίζουν το μέγεθος και τη δομή της εταιρείας, οι οποίες είναι επομένως λιγότερο πολύπλοκες ώστε να μπορούν εύκολα να τις υλοποιήσουν οι μικρές επιχειρήσεις. Σε άλλα κράτη μέλη, οι κώδικες που έχουν σχεδιαστεί για όλες τις εισηγμένες εταιρείες περιέχουν ορισμένες διατάξεις που είναι προσαρμοσμένες στα μέτρα των μικρότερων εταιρειών¹⁴. Το ερώτημα είναι λοιπόν κατά πόσον η ΕΕ θα πρέπει να έχει μια διαφοροποιημένη προσέγγιση και ποιος είναι ο καλύτερος τρόπος να λαμβάνεται υπόψη η πιθανή δυσκολία της εφαρμογής ορισμένων από τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης σε όλο το φάσμα των τύπων και μεγεθών των εταιρειών¹⁵.

¹¹ Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States (Μελέτη για τις πρακτικές παρακολούθησης και επιβολής στην εταιρική διακυβέρνηση στα κράτη μέλη), στη διεύθυνση http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf.

¹² Υπάρχουν ωστόσο εξαιρέσεις. Για παράδειγμα, το άρθρο 41 παράγραφος 1, δεύτερη περίπτωση, της οδηγίας 2006/43/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 17^{ης} Μαΐου 2006, για τους υποχρεωτικούς ελέγχους των ετήσιων και των ενοποιημένων λογαριασμών, για την τροποποίηση των οδηγιών 78/660/EOK και 83/349/EOK του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 84/253/EOK του Συμβουλίου, ΕΕ L 157 της 9.6.2006, σ. 87, παρέχει στα κράτη μέλη τη δυνατότητα να επιτρέπουν σε ΜΜΕ που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο να μην δημιουργούν ξεχωριστή ελεγκτική επιτροπή.

¹³ Βλέπε, για παράδειγμα, *Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites*, Δεκέμβριος 2009, Middlednext, στη διεύθυνση <http://www.middlednext.com/>.

¹⁴ Βλέπε, για παράδειγμα, *UK Corporate Governance Code*, στη διεύθυνση <http://www.frc.org.uk/corporate/ukcgcode.cfm>.

¹⁵ Η λογική της μείωσης της επιβάρυνσης για τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις είναι επίσης παρούσα στην εν εξελίξει αναθεώρηση των οδηγιών για τα λογιστικά πρότυπα (οδηγία 78/660/EOK και οδηγία 83/349/EOK του Συμβουλίου), αν και θα στοχεύει κυρίως σε μη εισηγμένες εταιρείες καθώς και στην Πράσινη Βίβλο σχετικά με την πολιτική ελέγχου που δημοσιεύθηκε το 2010 (COM (2010) 561 τελικό), που διατίθεται στη διεύθυνση http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_en.pdf.

Δεύτερον, η ορθή εταιρική διακυβέρνηση μπορεί επίσης να έχει σημασία για τους μετόχους των μη εισηγμένων εταιρειών. Αν και ορισμένα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης καλύπτονται ήδη από τις διατάξεις του εταιρικού δικαίου για τις ιδιωτικές εταιρείες, πολλοί τομείς δεν καλύπτονται. Μπορεί να χρειαστεί να ενθαρρυνθεί η δημιουργία κατευθυντηρίων γραμμών εταιρικής διακυβέρνησης για τις μη εισηγμένες εταιρείες: η ορθή και αποτελεσματική διακυβέρνηση είναι πολύτιμη και για τις μη εισηγμένες εταιρείες, ιδίως αν ληφθεί υπόψη η οικονομική σημασία ορισμένων πολύ μεγάλων μη εισηγμένων εταιρειών. Επιπλέον, η υπερβολική επιβάρυνση των εισηγμένων εταιρειών θα μπορούσε να καταστήσει λιγότερο ελκυστική την είσοδο σε χρηματιστήριο. Ωστόσο, οι αρχές που έχουν σχεδιαστεί για τις εισηγμένες εταιρείες δεν μπορούν απλώς να μεταφερθούν στις μη εισηγμένες εταιρείες, δεδομένου ότι οι προκλήσεις που αντιμετωπίζουν είναι πολύ διαφορετικές. Έχουν ήδη συνταχθεί ορισμένοι εθελοντικοί κώδικες και έχουν αναληφθεί πρωτοβουλίες από επαγγελματικές οργανώσεις σε ευρωπαϊκό¹⁶ ή εθνικό επίπεδο¹⁷. Έτσι, το ερώτημα είναι κατά πόσον απαιτείται δράση της ΕΕ για την εταιρική διακυβέρνηση σε μη εισηγμένες εταιρείες.

Ερωτήσεις:

- | | |
|-----|--|
| (1) | Θα πρέπει τα μέτρα της ΕΕ για την εταιρική διακυβέρνηση να λαμβάνουν υπόψη το μέγεθος των εισηγμένων εταιρειών; Με ποιο τρόπο; Θα πρέπει να θεσπιστεί ένα διαφοροποιημένο και αναλογικό καθεστώς για τις μικρές και μεσαίες εισηγμένες εταιρείες; Αν ναι, υπάρχουν κατάλληλοι ορισμοί ή κατώτατα όρια; Εάν ναι, παρακαλούμε να προτείνετε τρόπους για την προσαρμογή τους στις ΜΜΕ, όπου ενδείκνυται, όταν απαντάτε στις ερωτήσεις που ακολουθούν. |
| (2) | Θα πρέπει να ληφθούν μέτρα για την εταιρική διακυβέρνηση σε επίπεδο ΕΕ για τις μη εισηγμένες εταιρείες; Πρέπει η ΕΕ να επικεντρωθεί στην προώθηση της ανάπτυξης και της εφαρμογής εθελοντικών κωδίκων για τις μη εισηγμένες εταιρείες; |

1. ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΑ ΣΥΜΒΟΥΛΙΑ

Ο όρος «διοικητικό συμβούλιο» στην παρούσα Πράσινη Βίβλο αναφέρεται κυρίως στον εποπτικό ρόλο των διευθυντών. Σε μια διπλή δομή, ο ρόλος αυτός επαφίεται γενικά στο εποπτικό συμβούλιο¹⁸. Ο όρος «μη εκτελεστικό διοικητικό στέλεχος» περιλαμβάνει τα μέλη του εποπτικού συμβουλίου στο διπλό σύστημα.

¹⁶ *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, European Confederation of Directors' Associations (EcoDa), διαθέσιμο στη διεύθυνση http://www.ecoda.org/docs/ECODA_WEB.pdf.

¹⁷ Βλέπε για παράδειγμα στο Βέλγιο, τον κώδικα *Buyssse* — *Συστάσεις εταιρικής διακυβέρνησης για μη εισηγμένες εταιρείες* (http://www.codebuyssse.be/downloads/CodeBuyssse_EN.pdf)· στη Φινλανδία την πρωτοβουλία των Κεντρικών Εμπορικών Επιμελητηρίων με τίτλο *Βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης των μη εισηγμένων εταιρειών* (<http://www.keskuskauppakamari.fi/content/download/19529/421972>)· στο Ηνωμένο Βασίλειο, τις *Κατευθυντήριες Γραμμές και Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης για μη εισηγμένες εταιρείες* στο *HB, Institute of Directors* (http://www.iod.com/MainWebsite/Resources/Document/corp_gov_guidance_and_principles_for_unlisted_companies_in_the_uk_final_1011.pdf).

¹⁸ Η παρούσα Πράσινη Βίβλος δεν αφορά τους ρόλους που αντιστοιχούν στα διάφορα όργανα μιας εταιρείας και τη συμμετοχή των εργαζομένων σε επίπεδο διοικητικού συμβουλίου βάσει της εθνικής νομοθεσίας.

Τα διοικητικά συμβούλια διαδραματίζουν ζωτικό ρόλο στην ανάπτυξη υπεύθυνων εταιρειών. Επίσης, από πολλές απόψεις, ο ρόλος που διαδραματίζει ο πρόεδρος φαίνεται ότι έχει σημαντικό αντίκτυπο στη λειτουργία και την επιτυχία του διοικητικού συμβουλίου. Λαμβάνοντας υπόψη τον αντίκτυπο αυτόν, θα ήταν χρήσιμο να καθοριστούν με μεγαλύτερη σαφήνεια η θέση και οι αρμοδιότητες του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου.

Ερώτηση:

(3) Πρέπει η ΕΕ να επιδιώξει να εξασφαλίσει τον σαφή διαχωρισμό μεταξύ των αρμοδιοτήτων και των καθηκόντων του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου;

Άλλα θέματα που θα πρέπει να εξεταστούν πιο προσεκτικά, προκειμένου να είναι σε θέση τα διοικητικά συμβούλια να αντιμετωπίζουν αποτελεσματικά τις αποφάσεις των διοικητικών στελεχών, εξετάζονται παρακάτω.

1.1. Σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου

Η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου πρέπει να είναι κατάλληλη για τις δραστηριότητες της εταιρείας. Τα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου θα πρέπει να επιλέγονται με βάση ένα ευρύ σύνολο κριτηρίων, δηλαδή την αξία, τα επαγγελματικά προσόντα, την πείρα, τις προσωπικές ικανότητες του υποψηφίου, την ανεξαρτησία και την πολυμορφία¹⁹.

Η πολυμορφία των χαρακτηριστικών και του υποβάθρου των μελών του διοικητικού συμβουλίου εξασφαλίζει ένα ευρύ φάσμα αξιών, απόψεων, και συνόλων ικανοτήτων²⁰. Μπορεί να οδηγήσει σε ένα ευρύτερο σύνολο πόρων και εμπειρογνωμοσύνης. Οι διαφορετικές ηγετικές εμπειρίες και οι διαφορές στην εθνική ή περιφερειακή προέλευση ή το φύλο μπορούν να προσφέρουν αποτελεσματικά μέσα για την αντιμετώπιση της «ομαδικής σκέψης» και την παραγωγή νέων ιδεών. Η αύξηση της πολυμορφίας οδηγεί σε περισσότερες συζητήσεις, περισσότερη παρακολούθηση και περισσότερες προκλήσεις στην αίθουσα συνεδριάσεων. Το αποτέλεσμα μπορεί να είναι οι καλύτερες αποφάσεις, αλλά για να ληφθούν οι αποφάσεις αυτές μπορεί να χρειαστεί περισσότερος χρόνος. Ως εκ τούτου, είναι απαραίτητη η δέσμευση και η υποστήριξη του προέδρου.

1.1.1. Επαγγελματική ποικιλομορφία

Η διαφοροποιημένη εμπειρογνωμοσύνη θεωρείται το κλειδί για την αποτελεσματική εργασία του συμβουλίου. Απαιτείται μια ποικιλία επαγγελματικών υποβάθρων για να διασφαλιστεί ότι το διοικητικό συμβούλιο ως σύνολο αντιλαμβάνεται, για παράδειγμα, την πολυπλοκότητα των παγκόσμιων αγορών, τους χρηματοοικονομικούς στόχους της εταιρείας και τον αντίκτυπο της δραστηριότητας σε διάφορα ενδιαφερόμενα μέρη, συμπεριλαμβανομένων των εργαζομένων. Οι εταιρείες που ερωτήθηκαν από την Επιτροπή αναγνώρισαν τη σημασία του εντοπισμού συμπληρωματικών χαρακτηριστικών κατά την επιλογή των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Ωστόσο, αυτό δεν αποτελεί ακόμη γενική πρακτική. Για παράδειγμα, το 48% των ευρωπαϊκών συμβουλίων δεν έχουν διευθυντή με γνώση στα πεδία

¹⁹ Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ορισμένα κράτη μέλη έχουν θεσπίσει διατάξεις για καθεστώτα συμμετοχής των εργαζομένων στα διοικητικά συμβούλια

²⁰ «Enhancing stakeholder diversity in the Board room»][«Ενίσχυση της πολυμορφίας των ενδιαφερομένων στο διοικητικό συμβούλιο»), σειρά «The Erfurt meetings», αριθ. 1, Μάρτιος 2008, European Citizens' Seminars εκδόσεις e.V. (Erfurt, Germany).

των πωλήσεων ή του μάρκετινγκ και το 37% των επιτροπών ελέγχου δεν περιλαμβάνει οικονομικό διευθυντή (CFO) ή πρώην CFO²¹.

Η ακριβής αξιολόγηση των γνώσεων και της εμπειρογνομosύνης είναι ο μοναδικός πιο σημαντικός παράγοντας για την επιλογή νέων μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου. Συνεπώς, οι πολιτικές προσλήψεων που εντοπίζουν επακριβώς τις δεξιότητες που έχει ανάγκη το διοικητικό συμβούλιο θα μπορούσαν να βοηθήσουν να αυξηθεί η ικανότητά του να ελέγχει αποτελεσματικά την εταιρεία.

1.1.2. Διεθνής ποικιλομορφία

Σε ένα δείγμα μεγάλων ευρωπαϊκών εισηγμένων εταιρειών, το 29% κατά μέσο όρο των μελών του διοικητικού συμβουλίου ήταν αλλοδαποί²². Υπήρξαν, ωστόσο, μεγάλες διαφορές μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών. Ενώ οι Κάτω Χώρες είναι στην πρώτη θέση με 54 %, μόνο το 8% των μελών του διοικητικού συμβουλίου στη Γερμανία ήταν αλλοδαποί. Ακόμη και σήμερα, μια στις τέσσερις μεγάλες ευρωπαϊκές εισηγμένες εταιρείες δεν έχει καθόλου αλλοδαπούς διευθυντές στο διοικητικό της συμβούλιο.

Ορισμένες επιχειρήσεις τόνισαν τη σημασία των αλλοδαπών μελών του διοικητικού συμβουλίου για τις διεθνείς εταιρείες, ενώ άλλες υπογράμμισαν τις δυσκολίες που απορρέουν από διαφορετικά πολιτιστικά περιβάλλοντα και διαφορετικές γλώσσες. Σε εταιρείες με αλλοδαπά μέλη του διοικητικού συμβουλίου, υπάρχει αντιστοιχία μεταξύ της περιφερειακής παρουσίας τους και των διεθνών μελών του διοικητικού συμβουλίου τους. Η γνώση των περιφερειακών αγορών αναφέρεται συχνά ως βασικό στοιχείο για την επιλογή αλλοδαπών υποψηφίων για συμμετοχή στο διοικητικό συμβούλιο.

1.1.3. Ποικιλομορφία ως προς το φύλο

Το ζήτημα της ποικιλομορφίας ως προς το φύλο στη λήψη οικονομικών αποφάσεων αντιμετωπίζεται με διεξοδικό τρόπο από την Επιτροπή στη «στρατηγική της για την ισότητα μεταξύ γυναικών και ανδρών 2010-2015» του Σεπτεμβρίου του 2010²³ και στη συνέχεια που δόθηκε στη στρατηγική αυτή από την Επιτροπή²⁴. Σύμφωνα με τα πορίσματα της Επιτροπής, η αναλογία των γυναικών στα εποπτικά και τα διοικητικά συμβούλια των εισηγμένων εταιρειών στην ΕΕ είναι σήμερα κατά μέσο όρο 12%²⁵. Υπάρχουν ενδείξεις ότι η αύξηση του αριθμού των γυναικών αποφοίτων πανεπιστημίου δεν επιφέρει σημαντικές αλλαγές στο θέμα αυτό²⁶. Κατά συνέπεια, ορισμένα κράτη μέλη έχουν λάβει μέτρα για να διασφαλίσουν ισορροπία μεταξύ των φύλων στα διοικητικά συμβούλια, ή σχεδιάζουν να το πράξουν²⁷.

²¹ Heidrick & Struggles, *Corporate Governance Report 2009 — Boards in turbulent times* (Έκθεση του 2009 για την Εταιρική Διακυβέρνηση — Διοικητικά Συμβούλια σε περιόδους αναταραχής), όπου χρησιμοποιείται μια επιλογή 371 κορυφαίων εταιρειών σε 13 χώρες με βάση το χρηματιστήριο αναφοράς.

²² Βλέπε Heidrick & Struggles.

²³ Ανακοίνωση της Επιτροπής στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, στο Συμβούλιο, στην Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και στην Επιτροπή των Περιφερειών με τίτλο «στρατηγική για την ισότητα μεταξύ γυναικών και ανδρών (2010-2015)», COM(2010) 491 τελικό.

²⁴ Βλέπε έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής με τίτλο «ισορροπία γυναικών-ανδρών σε θέσεις διευθυντικών στελεχών», SEC(2011) 246 τελικό.

²⁵ European Commission, Database on women and men in decision-making <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=764&langId=en>.

²⁶ *Women matter*, McKinsey & Company 2007, 2010.

²⁷ Βλέπε το προαναφερόμενο έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής.

Επιπλέον, ορισμένες από τις εταιρείες που ερωτήθηκαν ανέφεραν ότι οι απαιτήσεις αυτές είχαν συμβάλει στο να καταστεί πιο επαγγελματική η διαδικασία επιλογής.

Η ποικιλομορφία ως προς το φύλο μπορεί να συμβάλει στην αντιμετώπιση της ομαδικής σκέψης. Υπάρχουν επίσης στοιχεία που δείχνουν ότι οι γυναίκες έχουν διαφορετικό ύφος ηγεσίας²⁸, συμμετέχουν σε περισσότερες συνεδριάσεις διοικητικών συμβουλίων²⁹ και έχουν θετικό αντίκτυπο στην συλλογική ευφυΐα μιας ομάδας³⁰. Από διάφορες μελέτες φαίνεται ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του ποσοστού των γυναικών στα διοικητικά συμβούλια και των εταιρικών επιδόσεων³¹, αν και για ορισμένους η συνολική επιρροή των γυναικών στις επιδόσεις των επιχειρήσεων έχει πιο λεπτές αποχρώσεις³². Παρά το γεγονός ότι οι μελέτες αυτές δεν αποδεικνύουν ενδεχόμενη αιτιώδη συνάφεια, η συσχέτιση τονίζει ότι η ισορροπία των φύλων στον τομέα της διαχείρισης στη διαδικασία λήψης επιχειρηματικών αποφάσεων είναι προς το συμφέρον των επιχειρήσεων. Παρ' όλα αυτά, η προώθηση των γυναικών σε διοικητικά συμβούλια έχει ένα αδιαμφισβήτητο θετικό αποτέλεσμα: συμβάλλει στην αύξηση του αποθέματος των διαθέσιμων δεξιοτήτων για τα υψηλότερα επίπεδα των λειτουργιών διοίκησης και εποπτείας μιας επιχείρησης. Για το λόγο αυτό, η «στρατηγική για την ισότητα μεταξύ γυναικών και ανδρών» της Επιτροπής τονίζει ότι τα επόμενα πέντε χρόνια η Επιτροπή «θα εξετάσει την ανάληψη στοχευμένων πρωτοβουλιών για τη βελτίωση της ισορροπίας των φύλων στη διαδικασία λήψης αποφάσεων».

Ωστόσο, η θέσπιση μέτρων όπως οι ποσοστώσεις ή οι στόχοι για να εξασφαλιστεί η ισορροπία των φύλων στα συμβούλια δεν επαρκεί εάν οι επιχειρήσεις δεν εφαρμόζουν πολιτικές για την πολυμορφία που συμβάλλουν στην ισορροπία μεταξύ εργασίας και ιδιωτικής ζωής για τις γυναίκες και τους άνδρες και ενθαρρύνουν συγκεκριμένα την καθοδήγηση, τη δικτύωση και την κατάλληλη κατάρτιση για τις διοικητικές θέσεις που είναι ουσιαστικής σημασίας για τις γυναίκες που θέλουν να ακολουθήσουν μια σταδιοδρομία που θα οδηγήσει στην επιλεξιμότητα για θέσεις σε διοικητικά συμβούλια. Αν και θα πρέπει να εναπόκειται στις εταιρείες να αποφασίζουν εάν θα καθιερώσουν μια τέτοια πολιτική ποικιλομορφίας, θα πρέπει τουλάχιστον να απαιτηθεί από τα διοικητικά συμβούλια να εξετάσουν το θέμα και να δημοσιοποιήσουν τις αποφάσεις που θα λάβουν. Η Επιτροπή θα εξετάσει τα ζητήματα αυτά στο πλαίσιο της συνέχειας που θα δοθεί στη «στρατηγική της για την ισότητα μεταξύ γυναικών και ανδρών 2010-2015» του Σεπτεμβρίου του 2010 και στην παρούσα Πράσινη Βίβλο.

Ερωτήσεις:

- | | |
|-----|---|
| (4) | Θα πρέπει οι πολιτικές προσλήψεων να είναι πιο εξειδικευμένες σχετικά με τα χαρακτηριστικά των διευθυντών, συμπεριλαμβανομένου του προέδρου, προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι έχουν τις κατάλληλες ικανότητες και ότι το συμβούλιο είναι όσο πρέπει διαφοροποιημένο; Εάν ναι, πώς θα μπορούσε αυτό να επιτευχθεί καλύτερα και σε ποιο επίπεδο διακυβέρνησης, δηλαδή σε εθνικό, ενωσιακό ή διεθνές επίπεδο; |
|-----|---|

²⁸ *Women matter*, McKinsey & Company 2008.

²⁹ Adams and Ferreira 'Women in the boardroom and their impact on governance and performance', *Journal of Financial Economics* 94 (2009).

³⁰ Woolley, Chabris, Pentland, Hashmi and Malone, 'Evidence for a Collective Intelligence Factor in the Performance of Human Groups', *Scienceexpress*, 30 Σεπτεμβρίου 2010.

³¹ *Women matter*, McKinsey & Company 2007; *Female Leadership and Firm Profitability*, Finnish Business and Policy Forum — EVA 2007· *The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity*, Catalyst 2004.

³² Βλέπε Adams and Ferreira.

- | | |
|-----|--|
| (5) | Θα πρέπει οι εισηγμένες εταιρείες να υποχρεούνται να δημοσιοποιούν εάν εφαρμόζουν πολιτική πολυμορφίας και, εάν ναι, να περιγράφουν τους στόχους της και το βασικό περιεχόμενό της και να εκδίδουν τακτικά έκθεση προόδου; |
| (6) | Θα πρέπει οι εισηγμένες εταιρείες να υποχρεούνται να εξασφαλίζουν καλύτερη ισορροπία των φύλων στα διοικητικά τους συμβούλια; Αν ναι, με ποιο τρόπο; |

1.2. Διαθεσιμότητα και διάθεση χρόνου

Η πολυπλοκότητα και η σημασία του ρόλου των μη εκτελεστικών διευθυντών έχουν αυξηθεί. Αυτό αντικατοπτρίζεται σε μια σειρά εθνικών κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης, ακόμη και στη νομοθεσία. Τα κράτη μέλη επιδίωξαν να καθιερώσουν την αρχή ότι οι μη εκτελεστικοί διευθυντές θα πρέπει να αφιερώνουν επαρκή χρόνο στα καθήκοντά τους. Ορισμένα κράτη μέλη έχουν προχωρήσει περισσότερο και προτείνουν ή περιορίζουν τον αριθμό των θέσεων που μπορεί να κατέχει ένας διευθυντής στο πλαίσιο του συμβουλίου.

Ο περιορισμός του αριθμού των εντολών θα μπορούσε να είναι μια απλή λύση που θα συμβάλει στο να εξασφαλιστεί ότι οι μη εκτελεστικοί διευθυντές θα αφιερώνουν επαρκή χρόνο για την παρακολούθηση και τον έλεγχο των εταιρειών τους. Τα όρια θα πρέπει να αφορούν την ατομική κατάσταση των μη εκτελεστικών διευθυντών αλλά και της εν λόγω εταιρείας. Θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη το κατά πόσον κατέχονται θέσεις σε διοικητικά συμβούλια σε επιχειρήσεις εκτός ομίλων ή σε μη ελεγχόμενες επιχειρήσεις³³, κατά πόσον το εν λόγω πρόσωπο κατέχει επίσης εκτελεστικές θέσεις, κατά πόσον πρόκειται για συνήθη μη εκτελεστικά καθήκοντα ή για θέση προέδρου, και κατά πόσον κατέχονται πρόσθετες θέσεις σε εποπτικούς φορείς εταιρειών με απαιτήσεις παρόμοιες με εκείνες των εισηγμένων εταιρειών.

Ερώτηση:

- | | |
|-----|---|
| (7) | Πιστεύετε ότι θα πρέπει να υπάρχει ένα μέτρο σε επίπεδο ΕΕ που θα περιορίζει τον αριθμό των θέσεων που μπορεί να κατέχει ένας μη εκτελεστικός διευθυντής; Εάν ναι, πώς πρέπει να είναι διατυπωμένο; |
|-----|---|

1.3. Αξιολόγηση του συμβουλίου

Η σύσταση της Επιτροπής του 2005 σχετικά με το ρόλο των μη εκτελεστικών και των εποπτικών διοικητικών στελεχών των εισηγμένων εταιρειών³⁴ αναφέρει ότι το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να αξιολογεί τις επιδόσεις του σε ετήσια βάση. Αυτό περιλαμβάνει την αξιολόγηση των μελών του, της οργάνωσης και της λειτουργίας ως ομάδας, της ικανότητας και της αποτελεσματικότητας καθενός από τα μέλη του συμβουλίου και των επιτροπών του,

³³ «Ελεγχόμενη επιχείρηση», όπως ορίζεται στο άρθρο 2 παράγραφος 1 στοιχείο στ) της οδηγίας 2004/109/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 15ης Δεκεμβρίου 2004 για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και για την τροποποίηση της οδηγίας 2001/34/ΕΚ. Βλέπε επίσης τις σχέσεις μεταξύ μητρικής και θυγατρικής εταιρείας όπως εξηγούνται στο άρθρο 1 της οδηγίας 83/349/ΕΟΚ για τους ενοποιημένους λογαριασμούς.

³⁴ Σύσταση 2005/162/ΕΚ της Επιτροπής, της 15^{ης} Φεβρουαρίου 2005, σχετικά με τον ρόλο των μη εκτελεστικών και των εποπτικών διοικητικών στελεχών των εισηγμένων εταιρειών, καθώς και με τις επιτροπές του διοικητικού ή του εποπτικού συμβουλίου.

και του πόσο καλές επιδόσεις είχε το συμβούλιο σε σχέση με τους στόχους επιδόσεων που ενδεχομένως είχαν οριστεί.

Η τακτική χρήση ενός εξωτερικού παράγοντα διευκόλυνσης (π.χ. ανά τριετία) θα μπορούσε να βελτιώσει τις αξιολογήσεις του συμβουλίου, προσφέροντας μια αντικειμενική άποψη και την ανταλλαγή βέλτιστων πρακτικών από άλλες εταιρείες³⁵. Φαίνεται όμως ότι προς το παρόν εξακολουθεί να υπάρχει περιορισμένος αριθμός παρόχων υπηρεσιών σε ορισμένες εγχώριες αγορές. Ωστόσο, η μεγαλύτερη ζήτηση αναμένεται ότι θα οδηγήσει σε βελτίωση της προσφοράς.

Τα στοιχεία που έχει συγκεντρώσει η Επιτροπή δείχνουν ότι, ιδιαίτερα σε μια περίοδο κρίσης ή διακοπής της επικοινωνίας μεταξύ των μελών του διοικητικού συμβουλίου, ένας εξωτερικός αξιολογητής όντως προσθέτει αξία στην αξιολόγηση. Η στάση του προέδρου έναντι της αξιολόγησης φαίνεται ότι είναι το κλειδί για την επιτυχία της.

Εκτός από τα στοιχεία που αναφέρονται στη σύσταση της Επιτροπής, η επανεξέταση θα πρέπει να καλύπτει επίσης την ποιότητα και την επικαιρότητα των πληροφοριών που λαμβάνει το διοικητικό συμβούλιο, την απόκριση της διοίκησης στα αιτήματα παροχής διευκρινίσεων και το ρόλο του προέδρου³⁶. Προκειμένου να ενθαρρυνθεί η διαφάνεια, θα πρέπει να τηρείται εμπιστευτικότητα ως ένα βαθμό. Έτσι, δήλωση αξιολόγησης που δημοσιοποιείται θα πρέπει να περιορίζεται στην εξήγηση της διαδικασίας επανεξέτασης.

Ερώτηση:

(8)	Θα πρέπει να ενθαρρυνθούν οι εισηγμένες εταιρείες ώστε να διενεργούν εξωτερική αξιολόγηση τακτικά (π.χ. κάθε τρία χρόνια); Εάν ναι, πώς θα μπορούσε να γίνει αυτό;
-----	--

1.4. Αποδοχές των διευθυντών

Ως έννοια, η εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται κυρίως με τα ζητήματα που προκύπτουν από το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου, ιδίως με τη σχέση εντολέα-εντολοδόχου μεταξύ των μετόχων και των εκτελεστικών διευθυντών. Οι αποδοχές των διευθυντικών στελεχών έχουν χρησιμοποιηθεί ευρέως ως εργαλείο για την ευθυγράμμιση των συμφερόντων των μετόχων και των εκτελεστικών διευθυντών, μειώνοντας το κόστος αντιπροσώπευσης. Τα τελευταία χρόνια επικρατούν περισσότερο οι μεταβλητές αποδοχές, που συνδέονται συνήθως με τις επιδόσεις και τις ευθύνες. Ωστόσο, παρατηρήθηκε επίσης μια αναντιστοιχία μεταξύ των επιδόσεων και των αποδοχών των εκτελεστικών διευθυντών. Οι μη ικανοποιητικές πολιτικές αποδοχών ή/και δομές παροχής κινήτρων μπορούν να οδηγήσουν σε αδικαιολόγητες μεταφορές αξίας από τις εταιρείες και τους μετόχους τους και τα άλλα ενδιαφερόμενα μέρη στα εκτελεστικά στελέχη. Επιπλέον, η εστίαση σε κριτήρια βραχυπρόθεσμων επιδόσεων μπορεί να έχει αρνητική επίδραση στη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα της εταιρείας.

Η Επιτροπή έχει ασχοληθεί με τα προβλήματα που συνδέονται με τις αποδοχές των διευθυντών σε τρεις συστάσεις³⁷. Οι κύριες συστάσεις αφορούν τη δημοσιοποίηση της πολιτικής αποδοχών και των ατομικών αποδοχών των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών διευθυντών, την ψήφο των μετόχων για τη δήλωση αποδοχών, μια επιτροπή αποδοχών που

³⁵ ΟΟΣΑ, *Corporate governance and the financial crisis: Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, 24 Φεβρουαρίου 2010, σ. 20.

³⁶ Βλέπε Higgs, D. *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, Ιανουάριος 2003.

³⁷ Συστάσεις 2004/913/ΕΚ, 2005/162/ΕΚ και 2009/385/ΕΚ της Επιτροπής.

λειτουργεί ανεξάρτητα και κατάλληλα κίνητρα που ενθαρρύνουν τις επιδόσεις και τη μακροπρόθεσμη δημιουργία αξίας από εισηγμένες εταιρείες. Κάποιες εκθέσεις της Επιτροπής³⁸ δείχνουν ότι ορισμένα κράτη μέλη δεν έχουν αντιμετωπίσει επαρκώς τα ζητήματα αυτά. Από την άλλη πλευρά, φαίνεται να υπάρχει μια αυξανόμενη τάση μεταξύ των κρατών μελών να νομοθετούν για τη δημοσιοποίηση και την ψήφο των μετόχων. Το 2009, το Ευρωπαϊκό Φόρουμ Εταιρικής Διακυβέρνησης συνέστησε να καταστεί υποχρεωτική για όλες τις εισηγμένες εταιρείες η δημοσιοποίηση της πολιτικής αποδοχών και των μεμονωμένων αποδοχών³⁹. Το Φόρουμ συνιστά επίσης μια δεσμευτική ή συμβουλευτική ψηφοφορία των μετόχων σχετικά με την πολιτική αποδοχών και μεγαλύτερη ανεξαρτησία για τους μη εκτελεστικούς διευθυντές που εμπλέκονται στον καθορισμό της πολιτικής αποδοχών. Επίσης, η Επιτροπή διεξήγαγε διαβούλευση για το θέμα αυτό στην Πράσινη Βίβλο του 2010 για την εταιρική διακυβέρνηση στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς⁴⁰. Σκοπός της διαβούλευσης στην παρούσα Πράσινη Βίβλο είναι να υπάρξει ανάδραση όσον αφορά τις πιο λεπτομερείς ερωτήσεις που ακολουθούν.

Ερωτήσεις:

- | | |
|------|--|
| (9) | Θα πρέπει να είναι υποχρεωτική η δημοσιοποίηση της πολιτικής αποδοχών, της ετήσιας έκθεσης αποδοχών (έκθεσης σχετικά με το πώς εφαρμόστηκε η πολιτική αποδοχών κατά το προηγούμενο έτος) και των μεμονωμένων αποδοχών των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών διευθυντών; |
| (10) | Θα πρέπει να είναι υποχρεωτικό να τίθεται σε ψηφοφορία των μετόχων η πολιτική αποδοχών καθώς και η έκθεση αποδοχών; |

1.5. Διαχείριση κινδύνων

Όλες οι εταιρείες, ανεξάρτητα από τους συγκεκριμένους τομείς των δραστηριοτήτων τους, αντιμετωπίζουν ένα ευρύ φάσμα εξωτερικών ή εσωτερικών κινδύνων. Ανάλογα με τις ιδιομορφίες τους (πεδίο δραστηριότητας, μέγεθος, διεθνής διάσταση δραστηριοτήτων, πολυπλοκότητα), θα πρέπει να αναπτύξουν μια κατάλληλη νοοτροπία αντιμετώπισης κινδύνων και ρυθμίσεις για την αποτελεσματική διαχείρισή τους. Ορισμένες εταιρείες μπορεί να αντιμετωπίσουν κινδύνους που επηρεάζουν σημαντικά την κοινωνία στο σύνολό της: κινδύνους σχετικούς με την κλιματική αλλαγή⁴¹, κινδύνους για το περιβάλλον (π.χ. οι πολυάριθμες δραματικές πετρελαιοκηλίδες που παρουσιάστηκαν τα τελευταία χρόνια), την υγεία, την ασφάλεια, τα ανθρώπινα δικαιώματα, κ.λπ. Άλλες εξασφαλίζουν τη λειτουργία των υποδομών ζωτικής σημασίας, των οποίων η βλάβη ή η καταστροφή θα μπορούσε να έχει σημαντικές διασυννοριακές επιπτώσεις⁴². Ωστόσο, οι δραστηριότητες που θα μπορούσαν δυνητικά να προκαλέσουν τέτοιους κινδύνους υπόκεινται σε ειδική τομεακή νομοθεσία και

³⁸ Εκθέσεις SEC(2007) 1022 και (2010) 285 της Επιτροπής.

³⁹ Δήλωση του Ευρωπαϊκού Φόρουμ για την Εταιρική Διακυβέρνηση της 23ης Μαρτίου 2009.

⁴⁰ Βλέπε ερώτηση 7.1. Οι ερωτηθέντες στο πλαίσιο της διαβούλευσης εξέφρασαν γενικά την άποψη ότι τα κίνητρα για τους διευθυντές πρέπει να είναι σωστά δομημένα, ώστε να ενθαρρυνθούν οι μακροπρόθεσμες και βιώσιμες επιδόσεις των εταιρειών. Ωστόσο, η πλειοψηφία ήταν σε αντίθεση με τα νομοθετικά μέτρα όσον αφορά τη δομή των αποδοχών στις εισηγμένες εταιρείες. Παρ' όλα αυτά, ορισμένοι ερωτηθέντες ανέφεραν ότι θα ήθελαν να έχουν μεγαλύτερη διαφάνεια των πολιτικών για τις αποδοχές των διοικητικών στελεχών των εισηγμένων εταιρειών, καθώς και ψηφοφορία των μετόχων.

⁴¹ Π.χ. ανθεκτικότητα των επενδύσεων της εταιρείας στην αλλαγή του κλίματος, χρηματοοικονομικές ή άλλες συνέπειες από τη ρύθμιση σχετικά με τις εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου.

⁴² Βλέπε ιστοχώρο της ΕΕ για την προστασία των υποδομών ζωτικής σημασίας: http://europa.eu/legislation_summaries/justice_freedom_security/fight_against_terrorism/jl0013_en.htm

σε παρακολούθηση από αρμόδιες αρχές. Έτσι, λαμβάνοντας υπόψη την ποικιλία των καταστάσεων, δεν φαίνεται δυνατό να προταθεί ένα «ενιαίο» μοντέλο διαχείρισης των κινδύνων για όλους τους τύπους εταιρειών. Είναι ωστόσο σημαντικό να εξασφαλίζει το διοικητικό συμβούλιο την κατάλληλη εποπτεία των διαδικασιών διαχείρισης κινδύνου.

Για να είναι αποτελεσματική και συνεκτική, κάθε πολιτική διαχείρισης κινδύνων πρέπει να είναι σαφώς «καθορισμένη από την κορυφή», δηλαδή να αποφασίζεται από το διοικητικό συμβούλιο για το σύνολο του οργανισμού. Είναι γενικώς αποδεκτό⁴³ ότι το διοικητικό συμβούλιο φέρει την πρωταρχική ευθύνη για τον προσδιορισμό των χαρακτηριστικών κινδύνου ενός συγκεκριμένου οργανισμού, σύμφωνα με την ακολουθούμενη στρατηγική, και για την επαρκή παρακολούθησή της για να εξασφαλιστεί ότι λειτουργεί αποτελεσματικά.

Ορισμένες πτυχές ενδέχεται να διαφέρουν λόγω της ποικιλομορφίας των νομικών πλαισίων, π.χ. διπλή ή ενιαία δομή του διοικητικού συμβουλίου. Σε κάθε περίπτωση, είναι απαραίτητο να καθορίζονται σαφώς οι ρόλοι και οι αρμοδιότητες όλων των μερών που εμπλέκονται στη διαδικασία διαχείρισης κινδύνου: του διοικητικού συμβουλίου, των εκτελεστικών διοικητικών στελεχών και όλου του επιχειρησιακού προσωπικού που εμπλέκεται στη διαχείριση κινδύνων. Οι περιγραφές των καθηκόντων πρέπει να είναι γνωστές εσωτερικά και εξωτερικά.

Ερωτήσεις:

- | | |
|------|--|
| (11) | Συμφωνείτε ότι το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να εγκρίνει και να αναλαμβάνει την ευθύνη για την «προθυμία ανάληψης κινδύνων» της εταιρείας και να την παρουσιάζει κατανοητά στους μετόχους; Θα πρέπει οι γνωστοποιήσεις αυτές να περιλαμβάνουν επίσης τους σχετικούς βασικούς κοινωνικούς κινδύνους; |
| (12) | Συμφωνείτε ότι το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να εξασφαλίζει ότι οι ρυθμίσεις διαχείρισης κινδύνων της εταιρείας είναι αποτελεσματικές και ανάλογες με τα χαρακτηριστικά κινδύνου της επιχείρησης; |

2. ΜΕΤΟΧΟΙ

Ο ρόλος των μετόχων στην εταιρική διακυβέρνηση εξετάστηκε στην Πράσινη Βίβλο για την εταιρική διακυβέρνηση στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, που δημοσιεύθηκε τον Ιούνιο του 2010.

Η Πράσινη Βίβλος του Ιουνίου του 2010 διαπίστωσε ότι η έλλειψη του αναγκαίου ενδιαφέροντος των μετόχων όσον αφορά τη λογοδοσία των διοικητικών στελεχών των χρηματοπιστωτικών οργανισμών συνέβαλε στην ανεπαρκή υπευθυνότητα των διοικητικών στελεχών και μπορεί να διευκόλυνε την υπερβολική ανάληψη κινδύνων στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Η Πράσινη Βίβλος διαπίστωσε ότι, σε πολλές περιπτώσεις, οι μέτοχοι θεώρησαν ότι τα προσδοκώμενα οφέλη από την ανάληψη των εν λόγω κινδύνων άξιζαν τον κόπο και επομένως υποστήριζαν σιωπηρά την ανάληψη υπερβολικών κινδύνων, ιδίως μέσω υψηλής μόχλευσης. Ο λόγος είναι ότι οι μέτοχοι θα αποκόμιζαν τα πλήρη οφέλη από τη θετική έκβαση μιας τέτοιας στρατηγικής, ενώ συμμετέχουν στις ζημιές μόνο μέχρι το σημείο που η αξία της καθαρής θέσης μειωθεί στο

⁴³ Από συνεντεύξεις της Επιτροπής.

μηδέν, ενώ μετά το σημείο αυτό οι περαιτέρω ζημιές βαρύνουν τους πιστωτές (φαινόμενο γνωστό ως «περιορισμένη ευθύνη» των μετόχων).

Η συμπεριφορά των μετόχων σε χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, σε σχέση με την υπερβολική ανάληψη κινδύνων, μπορεί να αποτελεί ειδική περίπτωση, επειδή η δραστηριότητα τους είναι περίπλοκη και δυσνόητη. Ωστόσο, τα στοιχεία που συγκεντρώθηκαν κατά την προετοιμασία της παρούσας Πράσινης Βίβλου υποδεικνύουν ότι τα πορίσματα της Πράσινης Βίβλου του 2010 σχετικά με την έλλειψη ενεργού συμμετοχής των μετόχων και τα αίτια της αφορούν επίσης, σε μεγάλο βαθμό, τη συμπεριφορά των μετόχων σε εισηγμένες εταιρείες με διασπορά ιδιοκτησίας. Σε εταιρείες με δεσπόζουσα θέση ή μέτοχο που κατέχει την πλειοψηφία των μετοχών, φαίνεται ότι η μεγάλη πρόκληση είναι να εξασφαλιστεί η επαρκής προστασία των (οικονομικών) συμφερόντων των μετόχων μειοψηφίας. Επιπλέον, οι μέτοχοι μειοψηφίας που είναι πρόθυμοι να συμμετάσχουν ενεργά στις εταιρείες μπορούν επίσης να βρεθούν αντιμέτωποι με τις δυσκολίες που καταγράφονται παρακάτω.

2.1. Έλλειψη της δέουσας ενεργού συμμετοχής των μετόχων

Η ενεργός συμμετοχή των μετόχων νοείται γενικά ως η ενεργός παρακολούθηση της πορείας των εταιρειών, η διεξαγωγή διαλόγου με το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας, καθώς και η χρήση των δικαιωμάτων των μετόχων, συμπεριλαμβανομένης της ψήφου και της συνεργασίας με άλλους μετόχους, εφόσον χρειάζεται, προκειμένου να βελτιωθεί η διακυβέρνηση της κατεχόμενης εταιρείας, με σκοπό τη μακροπρόθεσμη δημιουργία αξίας. Αν και η ενεργός συμμετοχή των βραχυπρόθεσμων επενδυτών μπορεί να έχει θετικό αντίκτυπο⁴⁴, γενικά νοείται ως δραστηριότητα που βελτιώνει τη μακροπρόθεσμη απόδοση για τους μετόχους⁴⁵. Ως εκ τούτου, η Επιτροπή θεωρεί ότι κατά κύριο λόγο οι μακροπρόθεσμοι επενδυτές⁴⁶ είναι αυτοί που έχουν συμφέρον για μακροπρόθεσμη ενεργό συμμετοχή.

Μερικοί από τους λόγους για την έλλειψη ενεργού συμμετοχής των μετόχων αναφέρθηκαν στην Πράσινη Βίβλο του 2010 και δεν επαναλαμβάνονται εδώ. Ορισμένοι από τους λόγους αυτούς, όπως είναι το κόστος της ενεργού συμμετοχής, η δυσκολία αποτίμησης του οφέλους από την ενεργό συμμετοχή και η αβεβαιότητα σχετικά με το αποτέλεσμα της δέσμευσης, συμπεριλαμβανομένης της καιροσκοπικής συμπεριφοράς, φαίνεται να έχουν αντίκτυπο στους περισσότερους θεσμικούς επενδυτές⁴⁷. Στην Πράσινη Βίβλο του 2010, η Επιτροπή διατύπωσε επίσης το ερώτημα, κατά πόσον οι θεσμικοί επενδυτές, συμπεριλαμβανομένων των ιδιοκτητών στοιχείων του ενεργητικού και των διοικητικών στελεχών, θα πρέπει να υποχρεούνται να δημοσιοποιούν τις πολιτικές ψήφου και τα αρχεία τους. Η συντριπτική πλειονότητα των ερωτηθέντων τάχθηκαν υπέρ μιας τέτοιας διάταξης. Θεώρησαν ότι η δημοσιοποίηση θα βελτιώσει την ευαισθητοποίηση των επενδυτών, θα βελτιστοποιήσει τις επενδυτικές αποφάσεις από τους τελικούς επενδυτές, θα διευκολύνει τον διάλογο των

⁴⁴ Για παράδειγμα, η ενεργός συμμετοχή χαρακτηριστικών θεσμικών επενδυτών με βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου με «παρεμβατική» στρατηγική, μπορεί να είναι ευεργετική, επειδή μπορεί να δράσει ως καταλύτης για την αλλαγή της διακυβέρνησης και την ευαισθητοποίηση των άλλων μετόχων.

⁴⁵ Βλέπε UK Stewardship Code.

⁴⁶ Επενδυτές με μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις προς τους δικαιούχους τους, όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι ασφαλιστικές εταιρείες ζωής, τα αποθεματικά ταμεία κρατικών συντάξεων και τα κρατικά επενδυτικά ταμεία.

⁴⁷ Για τους σκοπούς της παρούσας Πράσινης Βίβλου, ο «θεσμικός επενδυτής» νοείται με την ευρεία έννοια, δηλαδή ως κάθε ίδρυμα το οποίο επενδύει επαγγελματικά (και) για λογαριασμό πελατών και δικαιούχων.

εκδοτών με τους επενδυτές και να ενθαρρύνει την ενεργό συμμετοχή των μετόχων. Μία από τις επιλογές που εξετάζονται σήμερα από την Επιτροπή θα είναι συνεπώς ένα πλαίσιο για τη διαφάνεια όσον αφορά την ψήφιση των πολιτικών και την κοινοποίηση γενικών πληροφοριών σχετικά με την εφαρμογή τους.

2.2. Βραχυπρόθεσμη προσέγγιση των κεφαλαιαγορών

Οι σημαντικότερες εξελίξεις στις κεφαλαιαγορές κατά τις τελευταίες δεκαετίες, συμπεριλαμβανομένων των καινοτόμων προϊόντων και τεχνολογικών αλλαγών, επικεντρώθηκαν κυρίως στην εμπορική δραστηριότητα των κεφαλαιαγορών και διευκόλυναν την ταχύτερη και πιο αποτελεσματική διεξαγωγή των συναλλαγών. Καινοτομίες όπως οι υψηλής συχνότητας και αυτοματοποιημένες συναλλαγές φαίνεται να έχουν ως αποτέλεσμα την αύξηση της ρευστότητας, αλλά επίσης συνέβαλαν στη συντόμευση των περιόδων κατοχής των μετοχών. Τις τελευταίες δύο δεκαετίες, οι επενδυτικοί ορίζοντες έχουν μειωθεί σημαντικά. Ο κύκλος εργασιών για τα μεγάλα χρηματιστήρια αξιών λειτουργεί πλέον στο 150% ανά έτος της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς, πράγμα που σημαίνει ότι η μέση περίοδος κατοχής μετοχών είναι οκτώ μήνες.

Ταυτόχρονα, η διαμεσολάβηση των επενδύσεων έχει αυξηθεί, ενισχύοντας τη σημασία της σχέσης αντιπροσώπευσης μεταξύ των μακροπρόθεσμων επενδυτών και των διαχειριστών των περιουσιακών στοιχείων τους. Έχει υποστηριχθεί ότι η σχέση αντιπροσώπευσης συμβάλλει πράγματι στη βραχυπρόθεσμη προσέγγιση στην αγορά, πράγμα που μπορεί επίσης να προκαλέσει λανθασμένο καθορισμό τιμών, συμπεριφορά αγέλης, αυξημένη αστάθεια και έλλειψη ιδιοκτησίας των εισηγμένων εταιρειών. Το θέμα αυτό εξηγείται στο τμήμα 2.3.

Ορισμένοι επενδυτές παραπονέθηκαν επίσης για «ρυθμιστική μεροληψία» υπέρ της βραχυπρόθεσμης προσέγγισης, πράγμα που εμποδίζει τους μακροπρόθεσμους επενδυτές, ειδικότερα, να ακολουθούν μακροπρόθεσμες επενδυτικές στρατηγικές. Κατά τη διάρκεια των προκαταρκτικών διαβουλεύσεων της Επιτροπής με τους ενδιαφερόμενους αναφέρθηκε ότι η φερεγγυότητα και οι λογιστικοί κανόνες των συνταξιοδοτικών ταμείων, που είχαν ως στόχο να προωθήσουν την αύξηση της διαφάνειας και την πιο αποτελεσματική αποτίμηση στην αγορά, είχαν απρόβλεπτες συνέπειες.

Ερώτηση:

- (13) Παρακαλούμε να αναφέρετε τυχόν υπάρχοντες ενωσιακούς κανόνες δικαίου οι οποίοι, κατά τη γνώμη σας, μπορεί να συμβάλουν στην ανεπιθύμητη προτίμηση της βραχυπρόθεσμης προσέγγισης μεταξύ των επενδυτών και να προτείνετε τρόπους με τους οποίους οι κανόνες αυτοί θα μπορούσαν να αλλάξουν για να αποτραπεί μια τέτοια συμπεριφορά.

2.3. Η σχέση αντιπροσώπευσης μεταξύ θεσμικών επενδυτών και διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων

Η Επιτροπή αναγνωρίζει ότι δεν είναι ανάγκη όλοι οι επενδυτές να δεσμεύονται με τις εταιρείες στις οποίες επενδύουν. Οι επενδυτές είναι ελεύθεροι να επιλέξουν ένα επενδυτικό μοντέλο με βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό χωρίς ενεργό συμμετοχή.

Ωστόσο, η σχέση αντιπροσώπευσης μεταξύ των θεσμικών επενδυτών (ιδιοκτήτες περιουσιακών στοιχείων) και των διαχειριστών τους συμβάλλει στην αύξηση της

βραχυπρόθεσμης προσέγγισης στις κεφαλαιαγορές και στο λανθασμένο καθορισμό τιμών⁴⁸. Το θέμα αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό όσον αφορά την αδράνεια των μετόχων με μακροπρόθεσμο προσανατολισμό.

2.3.1. Βραχυπρόθεσμη προσέγγιση και συμβάσεις διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων

Φαίνεται ότι ο τρόπος με τον οποίο αξιολογούνται οι επιδόσεις των διαχειριστών στοιχείων ενεργητικού και η δομή κινήτρων που περιλαμβάνει αμοιβές και προμήθειες ενθαρρύνουν τους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων να επιζητούν βραχυπρόθεσμα οφέλη. Υπάρχουν ενδείξεις (που επιβεβαιώθηκαν στο πλαίσιο του διαλόγου της Επιτροπής με τους θεσμικούς επενδυτές) ότι πολλοί διαχειριστές κεφαλαίων επιλέγονται, αξιολογούνται και αμείβονται με βάση τις βραχυπρόθεσμες, σχετικές επιδόσεις. Η αξιολόγηση των επιδόσεων σε σχετική βάση, δηλαδή με βάση το βαθμό στον οποίο έχουν υψηλότερες ή χαμηλότερες επιδόσεις σε σχέση με έναν δείκτη της αγοράς, μπορεί να ενθαρρύνει τη συμπεριφορά αγέλης και τη βραχυπρόθεσμη εστίαση, ιδίως εάν για τη μέτρηση των επιδόσεων χρησιμοποιείται σύντομο χρονικό διάστημα. Η Επιτροπή πιστεύει ότι τα βραχυπρόθεσμα κίνητρα στις συμβάσεις διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων μπορούν να συμβάλλουν σημαντικά στη βραχυπρόθεσμη προσέγγιση των διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων, η οποία έχει πιθανώς αντίκτυπο στην απάθεια των μετόχων.

Πολλοί από τους ερωτηθέντες στην Πράσινη Βίβλο του Ιουνίου του 2010⁴⁹ υποστήριξαν την αύξηση της γνωστοποίησης των δομών παροχής κινήτρων στους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων. Το ερώτημα είναι κατά πόσον ενδείκνυται να ληφθούν πρόσθετα μέτρα για την καλύτερη ευθυγράμμιση των συμφερόντων των μακροπρόθεσμων θεσμικών επενδυτών και των διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων (για παράδειγμα, ανάπτυξη ενός συνόλου επενδυτικών αρχών).

Ερώτηση:

(14) Υπάρχουν μέτρα που πρέπει να ληφθούν και, εάν ναι, ποια, όσον αφορά τις δομές κινήτρων και η αξιολόγηση των επιδόσεων των διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων που διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια μακροπρόθεσμων θεσμικών επενδυτών;

2.3.2. Έλλειψη διαφάνειας σχετικά με την εκτέλεση των καθηκόντων θεματοφύλακα

Η μεγαλύτερη διαφάνεια σχετικά με την εκτέλεση των καθηκόντων θεματοφύλακα από τους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων των επενδυτικών στρατηγικών τους, του κόστους εναλλαγής χαρτοφυλακίου, του κατά πόσον το ύψος της εναλλαγής του χαρτοφυλακίου είναι σύμφωνο με τη συμφωνηθείσα στρατηγική, το κόστος και τα οφέλη της ενεργού συμμετοχής, κλπ., θα μπορούσαν να ρίξουν περισσότερο φως σχετικά με το εάν οι δραστηριότητες των διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων, είναι ή όχι επωφελείς για τους μακροπρόθεσμους θεσμικούς επενδυτές και τη μακροπρόθεσμη δημιουργία αξίας για λογαριασμό τους.

Επιπλέον, επωφελείς θα μπορούσαν να είναι οι πληροφορίες σχετικά με το επίπεδο και το φάσμα της ενεργού συμμετοχής στις επιχειρήσεις στις οποίες γίνονται οι επενδύσεις, τα οποία

⁴⁸ Paul Woolley, 'Why are financial markets so inefficient and exploitative — and a suggested remedy', *The Future of Finance: The LSE Report*, 2010.

⁴⁹ Οι ερωτηθέντες με θετική άποψη ήταν κυρίως επενδυτές, διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, ο σχετικός κλάδος (χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες) και επαγγελματίες σε επιχειρήσεις.

ο ιδιοκτήτης των περιουσιακών στοιχείων αναμένει ότι θα ασκηθούν από τον διαχειριστή, καθώς και η αναφορά σχετικά με τις δραστηριότητες της ενεργού συμμετοχής από το διαχειριστή περιουσιακών στοιχείων⁵⁰.

Η μεγαλύτερη διαφάνεια στα θέματα αυτά θα βοηθήσει τους θεσμικούς επενδυτές να παρακολουθούν καλύτερα τους αντιπροσώπους τους και ως εκ τούτου να έχουν μεγαλύτερη επιρροή στη διαδικασία επένδυσης. Ως συνέπεια της εν λόγω βελτίωσης της παρακολούθησης, οι μακροπρόθεσμοι θεσμικοί επενδυτές θα μπορούσαν να αποφασίσουν να επαναδιαπραγματευθούν τις συμβάσεις διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων προκειμένου να επιβάλουν ανώτατα όρια στη διακίνηση τίτλων χαρτοφυλακίου και να απαιτούν από τους διαχειριστές των περιουσιακών στοιχείων τους, να είναι πιο ενεργοί διαχειριστές των εταιρειών στις οποίες επενδύουν⁵¹.

Ερώτηση:

- | |
|--|
| (15) Θα πρέπει η ενωσιακή νομοθεσία να προωθήσει την αποτελεσματικότερη παρακολούθηση των διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων από τους θεσμικούς επενδυτές όσον αφορά τις στρατηγικές, τις δαπάνες, τις συναλλαγές και το βαθμό στον οποίο οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων συμμετέχουν ενεργά στις εταιρείες στις οποίες έγιναν επενδύσεις; Εάν ναι, με ποιο τρόπο; |
|--|

2.4. Άλλα πιθανά εμπόδια για την ενεργό συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών

2.4.1. Σύγκρουση συμφερόντων

Οι συγκρούσεις συμφερόντων στο χρηματοπιστωτικό τομέα φαίνεται να είναι ένας από τους λόγους για την έλλειψη ενεργού συμμετοχής των μετόχων. Συγκρούσεις συμφερόντων ανακύπτουν συχνά όταν ένας θεσμικός επενδυτής ή διαχειριστής περιουσιακών στοιχείων, ή η μητρική του εταιρεία, έχει επιχειρηματικό συμφέρον στην εταιρεία στην οποία γίνεται η επένδυση. Ένα παράδειγμα είναι οι χρηματοπιστωτικοί όμιλοι, όπου ο κλάδος διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων μπορεί να μην θέλει να φαίνεται ότι ασκεί ενεργά τα μετοχικά του δικαιώματα σε μια εταιρεία στην οποία η μητρική του εταιρεία παρέχει υπηρεσίες ή στο κεφάλαιο της οποίας μετέχει η ίδια.

Ερώτηση:

- | |
|---|
| (16) Θα πρέπει οι ενωσιακοί κανόνες να απαιτούν ένα βαθμό ανεξαρτησίας του διοικητικού οργάνου του διαχειριστή περιουσιακών στοιχείων, για παράδειγμα από τη μητρική εταιρεία, ή απαιτούνται άλλα (νομοθετικά) μέτρα που για την ενίσχυση της δημοσιοποίησης και της διαχείρισης των συγκρούσεων συμφερόντων; |
|---|

⁵⁰ Βλέπε επίσης παράγραφο 7.3.4 της δημόσιας διαβούλευσης για την επανεξέταση της οδηγίας για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (Mifid):

http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf

⁵¹ Στις 31 Ιανουαρίου 2010, η ICGN Shareholder Responsibilities Committee δημοσίευσε πρόσκληση υποβολής αποδεικτικών στοιχείων σχετικά με τους πρότυπους συμβατικούς όρους για τη σύναψη συμφωνιών μεταξύ των ιδιοκτητών των περιουσιακών στοιχείων και των διαχειριστών των κεφαλαίων τους: http://www.icgn.org/policy_committees/shareholder-responsibilities-committee/-/page/307/.

2.4.2. Εμπόδια για τη συνεργασία των μετόχων

Οι μεμονωμένοι επενδυτές, ιδίως εκείνοι με διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια, μπορεί να μην έχουν πάντα επιτυχία όταν συμμετέχουν ενεργά. Η συνεργασία των μετόχων θα μπορούσε να τους βοηθήσει να είναι πιο αποτελεσματικοί.

Πολλοί από τους ερωτηθέντες για την Πράσινη Βίβλο του 2010 πρότειναν να τροποποιηθεί η υφιστάμενη νομοθεσία της ΕΕ σχετικά με τη συντονισμένη δράση, η οποία μπορεί να παρεμποδίσει την αποτελεσματική συνεργασία των μετόχων. Η Επιτροπή αναγνωρίζει ότι οι σαφέστεροι και πιο ομοιόμορφοι κανόνες σχετικά με τη συντονισμένη δράση θα είναι πράγματι επωφελείς από την άποψη αυτή. Έχουν προταθεί κι άλλες ιδέες για να διευκολυνθεί η συνεργασία των μετόχων: κάποιοι προτείνουν τη σύσταση φόρουμ συνεργασίας μετόχων, ενώ άλλοι προτείνουν ένα ενωσιακό σύστημα αναζήτησης πληρεξουσίων όπου οι εισηγμένες εταιρείες θα ήταν υποχρεωμένες να δημιουργήσουν μια ειδική λειτουργία στον ιστοχώρο τους στον οποίο οι μέτοχοι θα μπορούν να δημοσιεύουν πληροφορίες σχετικά με συγκεκριμένα θέματα της ημερήσιας διάταξης και να αναζητούν πληρεξούσια από άλλους μετόχους.

Ορισμένοι επενδυτές ανέφεραν ότι η διασυνοριακή ψήφος είναι ακόμη προβληματική και πρέπει να διευκολυνθεί με την ενωσιακή νομοθεσία. Η οδηγία για τα δικαιώματα των μετόχων (2007/36/EK) βελτίωσε σημαντικά την κατάσταση αυτή. Ωστόσο, η καθυστερημένη μεταφορά της οδηγίας από πολλά κράτη μέλη σημαίνει ότι τώρα μόλις αρχίζουν να γίνονται ορατές οι πραγματικές επιπτώσεις για τον μεμονωμένο τελικό επενδυτή. Επιπλέον, φαίνεται ότι υπάρχει πρόβλημα με την ίδια τη μετάδοση των σχετικών πληροφοριών μεταξύ του εκδότη και του μετόχου μέσω της αλυσίδας, κυρίως στις διασυνοριακές περιπτώσεις. Η Επιτροπή έχει επίγνωση των δυσκολιών και θα εξετάσει το θέμα σε σχέση με τις εργασίες της για την εναρμόνιση της νομοθεσίας περί κινητών αξιών.

Ερώτηση:

(17) Ποιος θα ήταν ο καλύτερος τρόπος για να διευκολύνει η ΕΕ τη συνεργασία των μετόχων;

2.5. Πληρεξούσιοι σύμβουλοι

Οι θεσμικοί επενδυτές με εξαιρετικά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια μετοχών αντιμετωπίζουν πρακτικές δυσκολίες κατά την λεπτομερή εκτίμηση του πώς πρέπει να ψηφίσουν για τα θέματα της ημερήσιας διάταξης των γενικών συνελεύσεων των εκδοτριών εταιρειών. Έτσι, συχνά κάνουν χρήση των υπηρεσιών πληρεξουσίων συμβούλων, όπως συμβουλών για την ψηφοφορία, ψήφου μέσω αντιπροσώπου και αξιολογήσεων της εταιρικής διακυβέρνησης. Κατά συνέπεια, η επιρροή των πληρεξουσίων συμβούλων στην ψηφοφορία είναι σημαντική. Επιπλέον, έχει υποστηριχθεί ότι οι θεσμικοί επενδυτές βασίζονται περισσότερο σε συμβουλές όσον αφορά την ψηφοφορία για τις συμμετοχές τους σε αλλοδαπές εταιρίες από ό, τι για τις επενδύσεις στις εγχώριες αγορές τους. Κατά συνέπεια, η επίδραση των πληρεξουσίων συμβούλων θα είναι μεγαλύτερη σε αγορές με υψηλό ποσοστό διεθνών επενδύσεων.

Η επιρροή των πληρεξουσίων συμβούλων προκαλεί ορισμένες ανησυχίες. Κατά την σύνταξη της παρούσας Πράσινης Βίβλου, οι επενδυτές και οι εταιρείες στις οποίες έγιναν επενδύσεις κοινοποίησαν τις ανησυχίες τους ότι οι πληρεξούσιοι σύμβουλοι δεν είναι αρκετά διαφανείς όσον αφορά τις μεθόδους που ακολουθούνται για τη σύνταξη των γνωμοδοτήσεων. Πιο

συγκεκριμένα, λέγεται ότι η αναλυτική μεθοδολογία δεν λαμβάνει υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της επιχείρησης ή/και τα χαρακτηριστικά της εθνικής νομοθεσίας και τις βέλτιστες πρακτικές για την εταιρική διακυβέρνηση. Μια άλλη ανησυχία είναι ότι οι πληρεξούσιοι σύμβουλοι υπόκεινται σε συγκρούσεις συμφερόντων. Όταν οι πληρεξούσιοι σύμβουλοι ενεργούν επίσης ως σύμβουλοι εταιρικής διακυβέρνησης σε εταιρείες στις οποίες έγιναν επενδύσεις, αυτό μπορεί να οδηγήσει σε συγκρούσεις συμφερόντων. Συγκρούσεις συμφερόντων προκύπτουν επίσης όταν ένας πληρεξούσιος σύμβουλος παρέχει συμβουλές σχετικά με αποφάσεις των μετόχων, που προτείνονται από (έναν από) τους πελάτες του. Τέλος, η έλλειψη ανταγωνισμού στον τομέα προκαλεί ανησυχίες, εν μέρει σχετικά με την ποιότητα των συμβουλών και με το κατά πόσον ανταποκρίνεται στις ανάγκες των επενδυτών.

Ερωτήσεις:

- | | |
|------|---|
| (18) | Θα πρέπει η ενωσιακή νομοθεσία να απαιτεί από τους πληρεξούσιους συμβούλους να είναι πιο διαφανείς, π.χ. σχετικά με τις αναλυτικές μεθόδους τους, τις συγκρούσεις συμφερόντων και την πολιτική τους για τη διαχείρισή τους ή/και το εάν εφαρμόζουν κώδικα δεοντολογίας; Εάν ναι, ποιος είναι ο καλύτερος τρόπος για να επιτευχθεί αυτό; |
| (19) | Πιστεύετε ότι είναι απαραίτητα άλλα (νομοθετικά) μέτρα, π.χ. περιορισμοί της ικανότητας των πληρεξουσίων συμβούλων να παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες σε εταιρείες στις οποίες έγιναν επενδύσεις; |

2.6. Εξακρίβωση των στοιχείων των μετόχων

Πρόσφατα, υπήρξαν αιτήματα για δράση της ΕΕ για την αύξηση της διαφάνειας των επενδυτών⁵² προς τους εκδότες μετοχών⁵³. Οι προτείνοντες υποστηρίζουν ότι αν υπάρχουν μέσα εξακρίβωσης των στοιχείων των μετόχων τους, οι εκδότες θα έχουν τη δυνατότητα να διεξάγουν διάλογο μαζί τους, ιδίως σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης. Αυτό θα μπορούσε επίσης να αυξήσει εν γένει την ενεργό συμμετοχή των μετόχων στις εταιρείες στις οποίες επενδύουν⁵⁴. Περίπου τα δύο τρίτα των κρατών μελών έχουν ήδη χορηγήσει στους εκδότες το δικαίωμα να γνωρίζουν τους ημεδαπούς μετόχους τους⁵⁵. Επιπλέον, η οδηγία για τη

⁵² Για λεπτομερέστερες πληροφορίες, βλέπε το έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής, με τίτλο: «Αναθεώρηση της λειτουργίας της οδηγίας 2004/109/EK: νεοεμφανιζόμενα ζητήματα», συνοδευτικό έγγραφο της Έκθεσης της Επιτροπής στο Συμβούλιο, στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, στην Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και στην Επιτροπή των Περιφερειών σχετικά με τη λειτουργία της οδηγίας 2004/109/EK για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά - SEC(2009) 611, σ. 88-94.

⁵³ Η ερώτηση αυτή τέθηκε επίσης στην Πράσινη Βίβλο για την εταιρική διακυβέρνηση στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και για τις πολιτικές αποδοχών - COM(2010) 284 – η οποία ωστόσο περιορίζεται στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς.

⁵⁴ Η Επιτροπή έχει ήδη εξετάσει τον κίνδυνο κατάχρησης που συνδέεται με την «κενή ψήφο» στη διαβούλευσή της σχετικά με την οδηγία για τη διαφάνεια. Η εν λόγω διαβούλευση έδειξε ότι το πρόβλημα αφορούσε τη «δέσμευση της ημερομηνίας καταγραφής».

⁵⁵ Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπε Market analysis of shareholder transparency regimes in Europe, ECB T2S Taskforce on Shareholder Transparency, 9 Δεκεμβρίου 2010: <http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/mtg7/2010-t2s-tst-questionnaire-response-analysis.pdf?d6cc9adf38f63d24897c94e379213b81>

διαφάνεια⁵⁶ και τα σχετικά εθνικά μέτρα εφαρμογής προβλέπουν ένα βαθμό διαφάνειας των χαρτοφυλακίων που υπερβαίνουν ένα ορισμένο κατώτατο όριο⁵⁷.

Άλλοι διαφωνούν με το αίτημα να δημιουργηθεί ένα ευρωπαϊκό εργαλείο για την εξακρίβωση των στοιχείων των μετόχων. Θεωρούν ότι τα σύγχρονα μέσα επικοινωνίας έχουν καταστήσει πολύ εύκολη την ενημέρωση των μετόχων και των δυνητικών επενδυτών σχετικά με θέματα εταιρικής διακυβέρνησης και τη συγκέντρωση των απόψεών τους. Η καλύτερη γνώση σχετικά με τους μετόχους θα μπορούσε επίσης να οδηγήσει σε αδικαιολόγητη προστασία των διευθυντικών στελεχών («management entrenchment»), δηλαδή να βοηθά τα διευθυντικά στελέχη να αμύνονται καλύτερα όταν εκδηλώνονται οποιεσδήποτε ενέργειες εκ μέρους των μετόχων με σκοπό να αμφισβητήσουν τον τρόπο με τον οποίο ασκούν τη δραστηριότητά τους. Σε ορισμένα κράτη μέλη μπορεί να υπάρχουν και ζητήματα προστασίας της ιδιωτικής ζωής που σχετίζονται με τους κανόνες προστασίας των δεδομένων οι οποίοι απαγορεύουν στους ενδιαμέσους να διαβιβάζουν στους εκδότες πληροφορίες για τους μετόχους.

Ερώτηση:

(20) Θεωρείτε ότι υπάρχει ανάγκη για έναν τεχνικό ή/και νομικό ευρωπαϊκό μηχανισμό που θα βοηθά τους εκδότες να εξακριβώνουν τα στοιχεία των μετόχων τους, προκειμένου να διευκολυνθεί ο διάλογος για θέματα εταιρικής διακυβέρνησης; Αν ναι, πιστεύετε ότι αυτό θα ωφελήσει επίσης τη συνεργασία μεταξύ των επενδυτών; Παραθέστε λεπτομέρειες (π.χ. επιδιωκόμενος στόχος ή στόχοι, προτιμητέο μέσο, συχνότητα, επίπεδο λεπτομέρειας και επιμερισμός του κόστους).

⁵⁶ Οδηγία 2004/109/EK.

⁵⁷ Κατά την αναθεώρηση της οδηγίας για τη διαφάνεια που προβλέπεται για το 2011, η Επιτροπή σχεδιάζει επίσης τη θέσπιση μιας απαίτησης δημοσιοποίησης για τις θετικές (long) οικονομικές θέσεις που έχουν παρόμοιο οικονομικό αποτέλεσμα με την κατοχή μετοχών.

2.7. Προστασία των μειοψηφούντων μετόχων

Η προστασία των μειοψηφούντων μετόχων έχει σημασία σε σχέση με τον ρόλο των μετόχων στην εταιρική διακυβέρνηση για διάφορους λόγους.

Η ενεργός συμμετοχή των μειοψηφούντων μετόχων είναι δύσκολη σε εταιρείες με ελέγχοντες μετόχους, οι οποίες εξακολουθούν να αποτελούν το κυρίαρχο μοντέλο διακυβέρνησης των ευρωπαϊκών εταιρειών. Αυτό θέτει το ερώτημα εάν το σύστημα «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» είναι βιώσιμο σε τέτοιου είδους εταιρείες, ιδίως όταν δεν είναι εγγυημένη η επαρκής προστασία των μειοψηφούντων μετόχων.

Δεύτερον, τίθεται το ερώτημα κατά πόσον οι ισχύοντες ενωσιακοί κανόνες είναι επαρκείς για την προστασία των συμφερόντων των μειοψηφούντων μετόχων από ενδεχόμενη κατάχρηση από έναν ελέγχοντα μέτοχο (ή/και τα διοικητικά στελέχη).

2.7.1. Πεδίο για ενεργό συμμετοχή και λειτουργία του συστήματος «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» σε περιπτώσει όπου υπάρχει έλεγχος ή δεσπόζων μέτοχος

Η ενεργός συμμετοχή των μειοψηφούντων μετόχων μπορεί να είναι ιδιαίτερα δύσκολη σε εταιρείες με δεσπόζοντα ή ελέγχοντα μέτοχο, ο οποίος συνήθως εκπροσωπείται επίσης στο διοικητικό συμβούλιο. Οι δυσκολίες ή η αδυναμία των μειοψηφούντων μετόχων να εκπροσωπούν αποτελεσματικά τα συμφέροντά τους σε εταιρείες με ελέγχοντες μετόχους μπορούν να μειώσουν πολύ την αποτελεσματικότητα του μηχανισμού «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση». Προκειμένου να ενισχύσουν τα δικαιώματα των μετόχων, ορισμένα κράτη μέλη (π.χ. Ιταλία), επιβάλλουν την κατοχή ορισμένων θέσεων στο διοικητικό συμβούλιο από τους μειοψηφούντες μετόχους.

Ερώτηση:

(21) Πιστεύετε ότι οι μειοψηφούντες μέτοχοι χρειάζονται πρόσθετα δικαιώματα για να εκπροσωπούν αποτελεσματικά τα συμφέροντά τους σε εταιρείες με ελέγχοντες ή δεσπόζοντες μετόχους;

2.7.2. Προστασία έναντι πιθανών καταχρήσεων

Οι ελέγχοντες μέτοχοι ή/και τα διοικητικά συμβούλια μπορούν να αντλούν οφέλη από μια εταιρεία σε βάρος των συμφερόντων των μειοψηφούντων μετόχων με πολλούς τρόπους. Ο κύριος τρόπος είναι μέσω συναλλαγών «με συνδεδεμένα μέρη».

Οι ισχύοντες κανόνες της ΕΕ καλύπτουν ήδη ορισμένες πτυχές των συναλλαγών με συνδεδεμένα μέρη, βασικά τη λογιστική και τις γνωστοποιήσεις. Οι εταιρείες υποχρεούνται να περιλαμβάνουν στους ετήσιους λογαριασμούς τους μια σημείωση σχετικά με συναλλαγές που πραγματοποιούνται με συνδεδεμένα μέρη, αναφέροντας το ποσό και τη φύση της συναλλαγής και άλλες απαραίτητες πληροφορίες⁵⁸.

⁵⁸ Βλέπε άρθρο 43 παράγραφος 1 στοιχείο 7β της τέταρτης οδηγίας 78/660/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 25^{ης} Ιουλίου 1978 βασιζομένης στο άρθρο 54 παράγραφος 3 περίπτωση ζ) της συνθήκης περί των ετησίων λογαριασμών εταιρειών ορισμένων μορφών και το άρθρο 34 παράγραφος 7β της έβδομης οδηγίας 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 13^{ης} Ιουνίου 1983 βασιζόμενης στο άρθρο 54 παράγραφος 3 περίπτωση ζ) της συνθήκης για τους ενοποιημένους λογαριασμούς.

Ωστόσο, ορισμένοι επενδυτές που συμμετείχαν σε συζητήσεις κατά την προετοιμασία της παρούσας Πράσινης Βίβλου υποστηρίζουν ότι οι κανόνες είναι ανεπαρκείς. Πιστεύουν ότι η γνωστοποίηση των συναλλαγών συνδεδεμένων μερών δεν είναι αρκετή σε όλες τις καταστάσεις και δεν γίνεται πάντα εγκαίρως.

Έχει διατυπωθεί η άποψη⁵⁹ ότι, πάνω από ένα ορισμένο όριο, το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να διορίζει ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα ο οποίος θα διατυπώνει αμερόληπτη γνώμη σχετικά με τους όρους και τις προϋποθέσεις των συναλλαγών συνδεδεμένων μερών με τους μειοψηφούντες μετόχους. Οι σημαντικές συναλλαγές με συνδεδεμένα μέρη θα πρέπει να εγκρίνονται από τη γενική συνέλευση. Η δημοσιότητα που συνδέεται με τις γενικές συνελεύσεις θα μπορούσε να αποτρέψει τους μετόχους από ορισμένες συναλλαγές και να δώσει στους μειοψηφούντες μετόχους τη δυνατότητα να αντιταχθούν στην απόφαση που εγκρίνει τη συναλλαγή. Ορισμένοι προτείνουν ότι οι ελέγχοντες μέτοχοι θα πρέπει να αποκλείονται από την ψηφοφορία.

Ερώτηση:

(22) Θεωρείτε ότι οι μειοψηφούντες μέτοχοι χρειάζονται μεγαλύτερη προστασία έναντι των συναλλαγών μεταξύ συνδεδεμένων μερών; Αν ναι, ποια μέτρα μπορούν να ληφθούν;

2.8. Συμμετοχή των εργαζομένων στο μετοχικό κεφάλαιο

Το συμφέρον των εργαζομένων στη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα της εταιρείας, για την οποία εργάζονται είναι ένα στοιχείο το οποίο θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη σε ένα πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης. Η ενεργός συμμετοχή των εργαζομένων στις υποθέσεις μιας εταιρείας μπορεί να έχει τη μορφή πληροφόρησης, διαβούλευσης και συμμετοχής στο διοικητικό συμβούλιο. Μπορεί όμως επίσης να σχετίζεται με μορφές οικονομικής συμμετοχής, ιδίως με το να καταστούν οι εργαζόμενοι μέτοχοι. Η συμμετοχή των εργαζομένων στο μετοχικό κεφάλαιο έχει μακροχρόνια παράδοση σε ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες⁶⁰. Τα σχετικά συστήματα θεωρούνται κυρίως ως μέσα για την αύξηση της αφοσίωσης και των κινήτρων των εργαζομένων, την αύξηση της παραγωγικότητας και τη μείωση των κοινωνικών εντάσεων. Όμως, η συμμετοχή των εργαζομένων στο μετοχικό κεφάλαιο συνεπάγεται και κινδύνους λόγω της απουσίας διαφοροποίησης: εάν η εταιρεία πτωχεύσει, οι εργαζόμενοι που είναι και μέτοχοι μπορεί να χάσουν τόσο την εργασία τους όσο και τις αποταμιεύσεις τους. Ωστόσο, οι εργαζόμενοι που ταυτόχρονα είναι και επενδυτές θα μπορούσαν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στην αύξηση της αναλογίας των μετόχων με μακροπρόθεσμο προσανατολισμό.

Ερώτηση:

(23) Υπάρχουν μέτρα που πρέπει να ληφθούν και, εάν ναι, ποια, για να προωθηθεί σε επίπεδο ΕΕ η συμμετοχή των εργαζομένων στο μετοχικό κεφάλαιο;

⁵⁹ Βλέπε τη Δήλωση για τα δικαιώματα των μετόχων μειοψηφίας του Ευρωπαϊκού Φόρουμ Εταιρικής Διακυβέρνησης.

⁶⁰ Ανακοίνωση σχετικά με ένα πλαίσιο προώθησης της οικονομικής συμμετοχής των εργαζομένων - COM(2002) 364 - The PEPPER IV Report: Benchmarking of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member and Candidate Countries of the European Union, 2008.

3. ΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ «ΣΥΜΜΟΡΦΩΣΗ Η ΑΙΤΙΟΛΟΓΗΣΗ» – ΠΑΡΑΚΟΛΟΥΘΗΣΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΚΩΔΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Οι έρευνες στις εταιρείες και τους επενδυτές δείχνουν ότι οι περισσότεροι από αυτούς θεωρούν την προσέγγιση «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» ως κατάλληλο εργαλείο για την εταιρική διακυβέρνηση. Στο πλαίσιο της προσέγγισης «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση», μια εταιρεία που επιλέγει να αποκλίνει από μια σύσταση ενός κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να δώσει λεπτομερή, συγκεκριμένη και σαφή αιτιολόγηση για την απόκλιση. Το κύριο πλεονέκτημά της είναι η ευελιξία της· επιτρέπει στις εταιρείες να προσαρμόζουν τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησής τους στην ιδιαίτερη κατάστασή τους (λαμβάνοντας υπόψη το μέγεθός τους, τη μετοχική δομή, και τις τομεακές ιδιομορφίες τους). Θεωρείται επίσης ότι καθιστά τις επιχειρήσεις πιο υπεύθυνες, ενθαρρύνοντάς τις να εξετάζουν κατά πόσον οι πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησής τους είναι κατάλληλες και δίνοντάς τους ένα στόχο που πρέπει να επιτύχουν. Επομένως, η προσέγγιση «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» υποστηρίζεται ευρέως από τις επιχειρήσεις, τις ρυθμιστικές αρχές και τους επενδυτές, όπως προκύπτει από μελέτη για τα συστήματα παρακολούθησης και επιβολής των κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης των κρατών μελών που δημοσιεύθηκε το φθινόπωρο του 2009⁶¹.

Ωστόσο, η γενική καθιέρωση της προσέγγισης «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» στην Ευρωπαϊκή Ένωση εμφάνισε κάποιες δυσκολίες. Η μελέτη που αναφέρεται παραπάνω αποκάλυψε σημαντικές ελλείψεις στην εφαρμογή της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση», που μειώνουν την αποτελεσματικότητα του πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης της ΕΕ και περιορίζουν τη χρησιμότητα του συστήματος. Έτσι, κρίνονται αναγκαίες ορισμένες αναπροσαρμογές για τη βελτίωση της εφαρμογής των κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης. Οι λύσεις δεν πρέπει να μεταβάλλουν τις θεμελιώδεις αρχές της προσέγγισης «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση», αλλά να συμβάλουν στην αποτελεσματική λειτουργία της μέσω της βελτίωσης της πληροφοριακής ποιότητας των εκθέσεων. Ωστόσο, οι λύσεις αυτές δεν θίγουν την ενδεχόμενη ανάγκη να ενισχυθούν ορισμένες απαιτήσεις σε επίπεδο ΕΕ με την ένταξή τους στη νομοθεσία αντί να έχουν χαρακτήρα συστάσεων.

3.1. Βελτίωση της ποιότητας των διευκρινίσεων που παρέχονται στις δηλώσεις εταιρικής διακυβέρνησης

Σύμφωνα με τη μελέτη που αναφέρεται παραπάνω, η συνολική ποιότητα των δηλώσεων εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών όταν αποκλίνουν από μια σύσταση ενός κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης δεν είναι ικανοποιητική. Οι εξηγήσεις τους χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές για να κάνουν τις επιλογές τους και να εκτιμούν την αξία της εταιρείας. Η μελέτη έδειξε, ωστόσο, ότι πάνω από το 60% των περιπτώσεων στις οποίες οι εταιρείες επέλεξαν να μην εφαρμόζουν τις συστάσεις, δεν έδωσε επαρκείς εξηγήσεις. Είτε απλώς δηλώνουν ότι απέκλιναν από μια σύσταση χωρίς καμία περαιτέρω εξήγηση, είτε παρέχουν μόνο μια γενική ή περιορισμένη εξήγηση.

Σε πολλά κράτη μέλη μπορεί ήδη να παρατηρηθεί μια αργή αλλά σταδιακή βελτίωση στον τομέα αυτόν. Οι εταιρείες μαθαίνουν και παρέχονται καλύτερες εξηγήσεις χάρη στις εκπαιδευτικές δραστηριότητες δημόσιων ή ιδιωτικών φορέων (αρχές αρμόδιες για τις χρηματοπιστωτικές αγορές, χρηματιστήρια, εμπορικά επιμελητήρια, κλπ). Ωστόσο, θα μπορούσε να επιτευχθεί περαιτέρω βελτίωση με την καθιέρωση λεπτομερέστερων απαιτήσεων για τις πληροφορίες που πρέπει να δημοσιεύονται από τις εταιρείες που

⁶¹ Μελέτη για τις πρακτικές παρακολούθησης και επιβολής στην εταιρική διακυβέρνηση στα κράτη μέλη, διαθέσιμη στη διεύθυνση http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm.

αποκλίνουν από τις συστάσεις. Οι απαιτήσεις θα πρέπει να είναι σαφείς και ακριβείς – πολλές από τις σημερινές δυσκολίες οφείλονται σε παρανόηση της φύσης των απαιτούμενων εξηγήσεων.

Ένα καλό παράδειγμα ακριβούς απαίτησης για τις εταιρείες είναι ο σουηδικός κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης, σύμφωνα με τον οποίο «στην έκθεση εταιρικής διακυβέρνησής της, η εταιρία πρέπει να αναφέρει σαφώς με ποιους κανόνες του κώδικα δεν συμμορφώθηκε, να εξηγήει τους λόγους για κάθε περίπτωση μη συμμόρφωσης και να περιγράψει τη λύση που εφάρμοσε αντί να συμμορφωθεί»⁶². Φαίνεται πράγματι ότι είναι σκόπιμο να απαιτείται από τις εταιρείες να μην δημοσιοποιούν μόνον τους λόγους για την απόκλιση από μια δεδομένη σύσταση, αλλά και να δίνουν λεπτομερή περιγραφή της λύσης που εφάρμοσαν αντί για τη συμμόρφωση.

3.2. Καλύτερη παρακολούθηση της εταιρικής διακυβέρνησης

Οι δηλώσεις εταιρικής διακυβέρνησης που δημοσιεύουν οι εταιρείες δεν φαίνεται να παρακολουθούνται όπως θα έπρεπε. Στα περισσότερα κράτη μέλη, η ευθύνη για την επιβολή της υποχρέωσης δημοσίευσης επαφίεται στους επενδυτές οι οποίοι, ανάλογα με την επικρατούσα νοοτροπία και τις παραδόσεις στο κράτος μέλος τους, συχνά πράττουν ελάχιστα. Οι αρμόδιες αρχές για τις χρηματοπιστωτικές αγορές ή τα χρηματιστήρια και άλλοι φορείς παρακολούθησης λειτουργούν μέσα σε διαφορετικά νομικά πλαίσια και έχουν αναπτύξει διαφορετικές πρακτικές. Στις περισσότερες περιπτώσεις, έχουν μόνο τυπικό ρόλο να επαληθεύουν εάν έχει δημοσιευθεί η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης. Λίγα κράτη μέλη έχουν δημόσιες ή εξειδικευμένες αρχές που ελέγχουν την πληρότητα των παρεχόμενων πληροφοριών (ιδίως των εξηγήσεων).

Η προσέγγιση «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» θα μπορούσε να λειτουργεί πολύ καλύτερα εάν οι φορείς παρακολούθησης, όπως ρυθμιστικές αρχές αρμόδιες για θέματα κινητών αξιών, τα χρηματιστήρια ή άλλες αρχές⁶³ είχαν εξουσιοδότηση να ελέγχουν εάν τα διαθέσιμα στοιχεία (ειδικότερα οι εξηγήσεις) είναι αρκούντως κατατοπιστικά και ολοκληρωμένα. Οι αρχές δεν θα πρέπει, ωστόσο, να παρεμβαίνουν στο περιεχόμενο των πληροφοριών που δημοσιοποιούνται ή να προβαίνουν σε κρίσεις επιχειρηματικού χαρακτήρα σχετικά με την λύση που επέλεξε η εταιρεία. Οι αρχές θα μπορούσαν να καθιστούν τα αποτελέσματα της παρακολούθησης διαθέσιμα στο κοινό, προκειμένου να τονίζονται οι βέλτιστες πρακτικές και να ωθηθούν οι εταιρίες προς την κατεύθυνση της πληρέστερης διαφάνειας. Θα μπορούσε επίσης να εξεταστεί το ενδεχόμενο της χρήσης επίσημων κυρώσεων στις πιο σοβαρές περιπτώσεις μη συμμόρφωσης⁶⁴.

Ένας τρόπος για να βελτιωθεί η παρακολούθηση θα μπορούσε να είναι το να οριστεί η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης ως ρυθμιζόμενες πληροφορίες κατά την έννοια του άρθρου 2, παράγραφος 1 στοιχείο ια) της οδηγίας 2004/109/EK και, συνεπώς, να υπόκειται στις εξουσίες των αρμόδιων εθνικών αρχών που ορίζονται στο άρθρο 24 παράγραφος 4 της οδηγίας.

⁶² Βλέπε <http://www.corporategovernanceboard.se/the-code/current-code>, σημείο 10.2.

⁶³ Ο ρόλος των ελεγκτών δεν εξετάζεται στο παρόν έγγραφο, δεδομένου ότι έχει ξεκινήσει διαβούλευση σχετικά με το ρόλο των υποχρεωτικών ελέγχων μέσω χωριστής Πράσινης Βίβλου που διατίθεται στη διεύθυνση http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_en.pdf.

⁶⁴ Όπως για παράδειγμα γίνεται στην Ισπανία — βλέπε Μελέτη για τις πρακτικές παρακολούθησης και επιβολής στην εταιρική διακυβέρνηση στα κράτη μέλη, σ. 63.

Όσον αφορά τις διαφορετικές πρακτικές που έχουν αναπτυχθεί από τους φορείς παρακολούθησης, υπάρχουν μεγάλες δυνατότητες βελτίωσης και επέκτασης της υφιστάμενης ανταλλαγής βέλτιστων πρακτικών.

Ερωτήσεις:

- | | |
|------|---|
| (24) | Συμφωνείτε ότι οι εταιρείες που αποκλίνουν από τις συστάσεις των κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να υποχρεούνται να παρέχουν λεπτομερείς εξηγήσεις για τις εν λόγω αποκλίσεις και να περιγράφουν τις εναλλακτικές λύσεις που εφαρμόστηκαν; |
| (25) | Συμφωνείτε ότι οι φορείς παρακολούθησης θα πρέπει να εξουσιοδοτηθούν ώστε να ελέγχουν την ποιότητα της πληροφόρησης που παρέχουν οι εξηγήσεις στις δηλώσεις εταιρικής διακυβέρνησης και να απαιτούν από τις εταιρείες να συμπληρώνουν τις εξηγήσεις όπου απαιτείται; Εάν ναι, ποιος ακριβώς πρέπει να είναι ο ρόλος τους; |

4. ΕΠΟΜΕΝΑ ΒΗΜΑΤΑ

Τα κράτη μέλη, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, η Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και τα λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη καλούνται να υποβάλουν τις απόψεις τους σχετικά με τις προτάσεις που αναφέρονται στην παρούσα Πράσινη Βίβλο. Οι εισηγήσεις πρέπει να αποσταλούν στην ακόλουθη διεύθυνση ώστε να παραληφθούν από την Επιτροπή το αργότερο έως τις 22 Ιουλίου 2011: markt-complaw@ec.europa.eu. Σε συνέχεια της παρούσας Πράσινης Βίβλου και βάσει των απαντήσεων που θα ληφθούν, η Επιτροπή θα λάβει απόφαση σχετικά με τα επόμενα βήματα. Πριν από κάθε νομοθετική ή μη νομοθετική πρόταση θα διενεργείται εμπεριστατωμένη αξιολόγηση του αντικτύπου που θα λαμβάνει υπόψη την ανάγκη να αποφευχθεί ο δυσανάλογος διοικητικός φόρτος για τις εταιρείες.

Οι εισηγήσεις που θα ληφθούν θα δημοσιευτούν στο Διαδίκτυο. Για πληροφορίες σχετικά με τον χειρισμό των δεδομένων προσωπικού χαρακτήρα και της εισήγησής σας, καλείστε να διαβάσετε τη σχετική δήλωση εμπιστευτικότητας που επισυνάπτεται στην παρούσα Πράσινη Βίβλο.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1: Κατάλογος ερωτήσεων

Γενικές ερωτήσεις

- (1) Θα πρέπει τα μέτρα της ΕΕ για την εταιρική διακυβέρνηση να λαμβάνουν υπόψη το μέγεθος των εισηγμένων εταιρειών; Με ποιο τρόπο; Θα πρέπει να θεσπιστεί ένα διαφοροποιημένο και αναλογικό καθεστώς για τις μικρές και μεσαίες εισηγμένες εταιρείες; Αν ναι, υπάρχουν κατάλληλοι ορισμοί ή κατώτατα όρια; Εάν ναι, παρακαλούμε να προτείνετε τρόπους για την προσαρμογή τους στις ΜΜΕ, όπου ενδείκνυται, όταν απαντάτε στις ερωτήσεις που ακολουθούν.
- (2) Θα πρέπει να ληφθούν μέτρα για την εταιρική διακυβέρνηση σε επίπεδο ΕΕ για τις μη εισηγμένες εταιρείες; Πρέπει η ΕΕ να επικεντρωθεί στην προώθηση της ανάπτυξης και της εφαρμογής εθελοντικών κωδίκων για τις μη εισηγμένες εταιρείες;

Διοικητικά συμβούλια

- (3) Πρέπει η ΕΕ να επιδιώξει να εξασφαλίσει τον σαφή διαχωρισμό μεταξύ των αρμοδιοτήτων και των καθηκόντων του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου;
- (4) Θα πρέπει οι πολιτικές προσλήψεων να είναι πιο εξειδικευμένες σχετικά με τα χαρακτηριστικά των διευθυντών, συμπεριλαμβανομένου του προέδρου, προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι έχουν τις κατάλληλες ικανότητες και ότι το συμβούλιο είναι όσο πρέπει διαφοροποιημένο; Εάν ναι, πώς θα μπορούσε αυτό να επιτευχθεί καλύτερα και σε ποιο επίπεδο διακυβέρνησης, δηλαδή σε εθνικό, ενωσιακό ή διεθνές επίπεδο;
- (5) Θα πρέπει οι εισηγμένες εταιρείες να υποχρεούνται να δημοσιοποιούν εάν εφαρμόζουν πολιτική πολυμορφίας και, εάν ναι, να περιγράφουν τους στόχους της και το βασικό περιεχόμενό της και να εκδίδουν τακτικά έκθεση προόδου;
- (6) Θα πρέπει οι εισηγμένες εταιρείες να υποχρεούνται να εξασφαλίζουν καλύτερη ισορροπία των φύλων στα διοικητικά τους συμβούλια; Αν ναι, με ποιο τρόπο;
- (7) Πιστεύετε ότι θα πρέπει να υπάρχει ένα μέτρο σε επίπεδο ΕΕ που θα περιορίζει τον αριθμό των θέσεων που μπορεί να κατέχει ένας μη εκτελεστικός διευθυντής; Εάν ναι, πώς πρέπει να είναι διατυπωμένο;
- (8) Θα πρέπει να ενθαρρυνθούν οι εισηγμένες εταιρείες ώστε να διενεργούν εξωτερική αξιολόγηση τακτικά (π.χ. κάθε τρία χρόνια); Εάν ναι, πώς θα μπορούσε να γίνει αυτό;
- (9) Θα πρέπει να είναι υποχρεωτική η δημοσιοποίηση της πολιτικής αποδοχών, της ετήσιας έκθεσης αποδοχών (έκθεσης σχετικά με το πώς εφαρμόστηκε η πολιτική αποδοχών κατά το προηγούμενο έτος) και των μεμονωμένων αποδοχών των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών διευθυντών;
- (10) Θα πρέπει να είναι υποχρεωτικό να τίθεται σε ψηφοφορία των μετόχων η πολιτική αποδοχών καθώς και η έκθεση αποδοχών;
- (11) Συμφωνείτε ότι το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να εγκρίνει και να αναλαμβάνει την ευθύνη για την «προθυμία ανάληψης κινδύνων» της εταιρείας και να την παρουσιάζει

κατανοητά στους μετόχους; Θα πρέπει οι γνωστοποιήσεις αυτές να περιλαμβάνουν επίσης τους σχετικούς βασικούς κοινωνικούς κινδύνους;

- (12) Συμφωνείτε ότι το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να εξασφαλίζει ότι οι ρυθμίσεις διαχείρισης κινδύνων της εταιρείας είναι αποτελεσματικές και ανάλογες με τα χαρακτηριστικά κινδύνου της επιχείρησης;

Μέτοχοι

- (13) Παρακαλούμε να αναφέρετε τυχόν υπάρχοντες ενωσιακούς κανόνες δικαίου οι οποίοι, κατά τη γνώμη σας, μπορεί να συμβάλουν στην ανεπιθύμητη προτίμηση της βραχυπρόθεσμης προσέγγισης μεταξύ των επενδυτών και να προτείνετε τρόπους με τους οποίους οι κανόνες αυτοί θα μπορούσαν να αλλάξουν για να αποτραπεί μια τέτοια συμπεριφορά.
- (14) Υπάρχουν μέτρα που πρέπει να ληφθούν και, εάν ναι, ποια, όσον αφορά τις δομές κινήτρων και η αξιολόγηση των επιδόσεων των διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων που διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια μακροπρόθεσμων θεσμικών επενδυτών;
- (15) Θα πρέπει η ενωσιακή νομοθεσία να προωθήσει την αποτελεσματικότερη παρακολούθηση των διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων από τους θεσμικούς επενδυτές όσον αφορά τις στρατηγικές, τις δαπάνες, τις συναλλαγές και το βαθμό στον οποίο οι διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων συμμετέχουν ενεργά στις εταιρείες στις οποίες έγιναν επενδύσεις; Εάν ναι, με ποιο τρόπο;
- (16) Θα πρέπει οι ενωσιακοί κανόνες να απαιτούν ένα βαθμό ανεξαρτησίας του διοικητικού οργάνου του διαχειριστή περιουσιακών στοιχείων, για παράδειγμα από τη μητρική εταιρεία, ή απαιτούνται άλλα (νομοθετικά) μέτρα που για την ενίσχυση της δημοσιοποίησης και της διαχείρισης των συγκρούσεων συμφερόντων;
- (17) Ποιος θα ήταν ο καλύτερος τρόπος για να διευκολύνει η ΕΕ τη συνεργασία των μετόχων;
- (18) Θα πρέπει η ενωσιακή νομοθεσία να απαιτεί από τους πληρεξούσιους συμβούλους να είναι πιο διαφανείς, π.χ. σχετικά με τις αναλυτικές μεθόδους τους, τις συγκρούσεις συμφερόντων και την πολιτική τους για τη διαχείρισή τους ή/και το εάν εφαρμόζουν κώδικα δεοντολογίας; Εάν ναι, ποιος είναι ο καλύτερος τρόπος για να επιτευχθεί αυτό;
- (19) Πιστεύετε ότι είναι απαραίτητα άλλα (νομοθετικά) μέτρα, π.χ. περιορισμοί της ικανότητας των πληρεξουσίων συμβούλων να παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες σε εταιρείες στις οποίες έγιναν επενδύσεις;
- (20) Θεωρείτε ότι υπάρχει ανάγκη για έναν τεχνικό ή/και νομικό ευρωπαϊκό μηχανισμό που θα βοηθά τους εκδότες να εξακριβώνουν τα στοιχεία των μετόχων τους, προκειμένου να διευκολυνθεί ο διάλογος για θέματα εταιρικής διακυβέρνησης; Αν ναι, πιστεύετε ότι αυτό θα ωφελήσει επίσης τη συνεργασία μεταξύ των επενδυτών; Παραθέστε λεπτομέρειες (π.χ. επιδιωκόμενος στόχος ή στόχοι, προτιμητέο μέσο, συχνότητα, επίπεδο λεπτομέρειας και επιμερισμός του κόστους).
- (21) Πιστεύετε ότι οι μειοψηφούντες μέτοχοι χρειάζονται πρόσθετα δικαιώματα για να εκπροσωπούν αποτελεσματικά τα συμφέροντά τους σε εταιρείες με ελέγχοντες ή δεσπίζοντες μετόχους;

- (22) Θεωρείτε ότι οι μειοψηφούντες μέτοχοι χρειάζονται μεγαλύτερη προστασία έναντι των συναλλαγών μεταξύ συνδεδεμένων μερών; Αν ναι, ποια μέτρα μπορούν να ληφθούν;
- (23) Υπάρχουν μέτρα που πρέπει να ληφθούν και, εάν ναι, ποια, για να προωθηθεί σε επίπεδο ΕΕ η συμμετοχή των εργαζομένων στο μετοχικό κεφάλαιο;

Παρακολούθηση και εφαρμογή των κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης

- (24) Συμφωνείτε ότι οι εταιρείες που αποκλίνουν από τις συστάσεις των κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να υποχρεούνται να παρέχουν λεπτομερείς εξηγήσεις για τις εν λόγω αποκλίσεις και να περιγράφουν τις εναλλακτικές λύσεις που εφαρμόστηκαν;
- (25) Συμφωνείτε ότι οι φορείς παρακολούθησης θα πρέπει να εξουσιοδοτηθούν ώστε να ελέγχουν την ποιότητα της πληροφόρησης που παρέχουν οι εξηγήσεις στις δηλώσεις εταιρικής διακυβέρνησης και να απαιτούν από τις εταιρείες να συμπληρώνουν τις εξηγήσεις όπου απαιτείται; Εάν ναι, ποιος ακριβώς πρέπει να είναι ο ρόλος τους;

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2: Κατάλογος των ενωσιακών μέτρων στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης

- Οδηγία 2006/46/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14^{ης} Ιουνίου 2006, για την τροποποίηση της οδηγίας 78/660/ΕΟΚ του Συμβουλίου περί των ετήσιων λογαριασμών εταιρειών ορισμένων μορφών, της οδηγίας 83/349/EK του Συμβουλίου σχετικά με τους ενοποιημένους λογαριασμούς, της οδηγίας 86/635/ΕΟΚ του Συμβουλίου για τους ετήσιους και ενοποιημένους λογαριασμούς των τραπεζών και λοιπών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και της οδηγίας 91/674/ΕΟΚ του Συμβουλίου για τους ετήσιους και τους ενοποιημένους λογαριασμούς των ασφαλιστικών επιχειρήσεων (ΕΕ L 224 της 18.6.2006, σ. 1–7).
- Οδηγία 2004/109/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15^{ης} Δεκεμβρίου 2004, για την εναρμόνιση των απαιτήσεων διαφάνειας της πληροφόρησης σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και για την τροποποίηση της οδηγίας 2001/34/EK, ΕΕ L 390 της 31.12.2004, σ. 38–57).
- Οδηγία 2007/36/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 11^{ης} Ιουλίου 2007, σχετικά με την άσκηση ορισμένων δικαιωμάτων από μετόχους εισηγμένων εταιρειών, ΕΕ L 184 της 14.7.2007, σ. 17–24).
- Οδηγία 2004/25/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004 σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς (ΕΕ L 142 της 30.4.2004, σ. 12–23).
- Σύσταση 2005/162/EK της Επιτροπής, της 15^{ης} Φεβρουαρίου 2005, σχετικά με τον ρόλο των μη εκτελεστικών και των εποπτικών διοικητικών στελεχών των εισηγμένων εταιρειών, καθώς και με τις επιτροπές του διοικητικού ή του εποπτικού συμβουλίου (ΕΕ L 52 της 25.2.2005, σ. 51–63).
- Σύσταση 2004/913/EK της Επιτροπής, της 14^{ης} Δεκεμβρίου 2004, για την προώθηση κατάλληλου καθεστώτος αποδοχών των διοικητικών στελεχών των εισηγμένων εταιρειών (ΕΕ L 385 της 29.12.2004, σ. 55–59).
- Σύσταση 2009/385/EK της Επιτροπής, της 30^{ης} Απριλίου 2004, που συμπληρώνει τις συστάσεις 2004/913/EK και 2005/162/EK όσον αφορά το καθεστώς αποδοχών των διοικητικών στελεχών των εισηγμένων εταιρειών (ΕΕ L 120 της 15.5.2009, σ. 28–31).
-