

Μετοχική Εποπτεία (Shareholder Stewardship)

Δρ Διονυσία Κατελούζου
Επίκουρη Καθηγήτρια, King's College London

Η *μετοχική εποπτεία* (shareholder stewardship)¹ είναι σήμερα ένα παγκόσμιο φαινόμενο τόσο σε θεσμικό όσο και σε επιχειρηματικό επίπεδο, ενδεικτικό της αυξανόμενης οικονομικής ισχύς των θεσμικών επενδυτών και της αναγνώριση τους ως ένα από τους σημαντικότερους παράγοντες βελτίωσης της εταιρικής διακυβέρνησης και απόδοσης των εταιριών που επενδύουν, αλλά και διασφάλισης ευρύτερης χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και βιώσιμης ανάπτυξης. Η έννοια της μετοχικής εποπτείας πρωτοεμφανίστηκε στο Ηνωμένο Βασίλειο με το αυτορρυθμιστικό πλαίσιο του UK Stewardship Code (Βρετανικός Κώδικας Εποπτείας) 2010.² Ο κώδικας τροποιήθηκε το 2012 και πιο πρόσφατα το 2020 από το Financial Reporting Council.³ Ουσιαστικά, ο στόχος του Βρετανικού Κώδικα Εποπτείας είναι η μακροπρόθεσμη βελτίωση της αξίας των ανωνύμων εταιρειών με τέτοιο τρόπο ώστε οι πελάτες και τελικοί δικαιούχοι (beneficiaries) των θεσμικών επενδυτών (οι οποίοι είναι και οι πάροχοι του κεφαλαίου) να ευημερούν. Η εποπτεία εναπόκειται κυρίως στα χέρια των θεσμικών επενδυτών αλλά και των διαχειριστών τους. Οι πληρεξούσιοι σύμβουλοι έχουν επίσης σημαντικό υποστηρικτικό ρόλο στην αποτελεσματικότητα του ρυθμιστικού πλαισίου της εποπτείας.

Σήμερα ο ορισμός της εποπτείας (stewardship) που περιέχεται στον Βρετανικό Κώδικα Εποπτείας 2020 αναφέρεται στην υπεύθυνη κατανομή, διαχείριση και επίβλεψη κεφαλαίων με στόχο τη δημιουργία μακροπρόθεσμης αξίας για τους παρόχους του κεφαλαίου, οδηγώντας σε βιώσιμα οφέλη για την οικονομία, το περιβάλλον και την κοινωνία. Ο ορισμός αυτός είναι αρκετά ευρύς αφού περιλαμβάνει κεφάλαια πέρα των μετοχών, π.χ. ομολογίες και επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία και κατασκευές. Επί της ουσίας ο νέος Βρετανικός Κώδικας Εποπτείας ενσωματώνει πτυχές της εποπτείας των θεσμικών επενδυτών και των διαχειριστών τους που σχετίζονται τόσο με την εταιρική διακυβέρνηση και την έννοια της *μετοχικής εποπτείας* (shareholder stewardship) όσο και με τη διαχείριση επενδύσεων και διαφάνεια που εμπίπτουν στην έννοια της *επενδυτικής εποπτείας* (investment stewardship).

Η *μετοχική εποπτεία* αναφέρεται στην μακροπρόθεσμη, ενεργό συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών και των διαχειριστών τους στις εταιρείες που επενδύουν όσον αφορά ζητήματα σχετικά με την εσωτερική εταιρική διακυβέρνηση (π.χ. τη σύνθεση του ΔΣ και τις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών), τη στρατηγική, τη χρηματοοικονομική και μη χρηματοοικονομική

¹ Για μια ενδελεχή ανάλυση του ευρύτερου φαινομένου της εποπτείας των θεσμικών επενδυτών, βλ. Dionysia Katelouzou *Institutional Shareholders and Corporate Governance: A Shift to Enlightened Stewardship* (Cambridge: Cambridge University Press, 2021, Forthcoming)

² Ο 2010 Βρετανικός Κώδικας Εποπτείας βασίζεται σε προηγούμενους κώδικες δεοντολογίας από το Institutional Shareholder Committee, ο παλαιότερος εκ των οποίων εκδόθηκε το 1991.

³ Για μια επισκόπηση των αλλαγών που επιφέρει ο νέος Κώδικας Εποπτείας και τις τυχόν επιπτώσεις κυρίως ως προς την πλευρά της ζήτησης, βλ. Dionysia Katelouzou and Eva Micheler 'Stewardship in the UK: The Demand Side' in Dionysia Katelouzou and Dan Puchniak (eds) *Global Shareholder Stewardship: Complexities, Challenges and Possibilities* (Cambridge: Cambridge University Press, 2021, Forthcoming).

απόδοση, τη διάρθρωση του κεφαλαίου κτλ.⁴ Η μετοχική εποπτεία είναι αναπόσπαστο κομμάτι της εταιρικής διακυβέρνησης και σχετίζεται με το ευρύτερο φαινόμενο της ενεργής ανάμειξης των θεσμικών μετόχων στις εταιρείες που επενδύουν και την προβληματική της μετοχικής ενεργοποίησης και μετοχικού ακτιβισμού (shareholder activism), ιδιαίτερα όταν η τελευταία επαφίεται στα χέρια θεσμικών επενδυτών με βραχυπρόθεσμα επενδυτικά μοντέλα.⁵

Η μετοχική εποπτεία, στόχος της οποίας είναι η ενεργός συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών και των διαχειριστών τους στις εταιρείες στις οποίες επενδύουν με τρόπο που να ωφελεί όχι μόνο τις εταιρείες αλλά και τους τελικούς παρόχους των κεφαλαίων,⁶ ασκείται μέσω μίας σειράς δράσεων, μεταξύ των οποίων η διεξαγωγή εποικοδομητικού διαλόγου (constructive dialogue), η άσκηση των δικαιωμάτων ψήφου και άλλων δικαιωμάτων που απορρέουν από τις μετοχές και η συνεργασία με άλλους μετόχους. Τα μέτρα αυτά συνήθως ακολουθούν την αρχή της κλιμακούμενης προσέγγισης (escalation principle), η οποία απορρέει από το Βρετανικό Κώδικα Εποπτείας. Δηλαδή, ο θεσμικός επενδυτής συνήθως ξεκινάει με ήπια μέτρα (διάλογος) και μόνο εφόσον η ήπια μορφή ενεργού συμμετοχής δε παράξει αποτελέσματα προχωρά στην άσκηση των μετοχικών δικαιωμάτων σε ΓΣ με τρόπο λιγότερο ή περισσότερο επιθετικό (π.χ. ολική ή μερική αντικατάσταση του ΔΣ).

Η μετοχική εποπτεία λοιπόν περιλαμβάνει πολλά από τα στοιχεία που εναρμονίστηκαν σε Ευρωπαϊκό επίπεδο με το άρθρο 3ζ της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/828 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 17ης Μαΐου 2017,⁷ και εισάγεται στο ελληνικό δίκαιο με το άρθρο 32 (πολιτική ενεργού συμμετοχής) του Σχεδίου Νόμου που ενσωματώνει την εν λόγω Οδηγία.⁸ Αντίστοιχα θεσμικά πλαίσια εποπτείας – αλλά κυρίως σε αυτορρυθμιστική βάση – βρίσκονται σήμερα σε περισσότερες από 22 χώρες παγκοσμίως, μεταξύ των οποίων στην Ιταλία, Ολλανδία, Νότια Αφρική, Αυστραλία, Ιαπωνία και Σιγκαπούρη.⁹

Το άρθρο 32 του Σχεδίου Νόμου ενσωματώνει verbatim το άρθρο 3ζ της Οδηγίας και εισάγει στο ελληνικό δίκαιο τα εξής: (α) την *ανάπτυξη και δημοσιοποίηση* σε ετήσια βάση από τους θεσμικούς επενδυτές και διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων *πολιτικής* για την ενεργό

⁴ Για τη δυναμική εξέλιξη του φαινομένου της εποπτείας, βλ. Dionysia Katelouzou ‘Shareholder stewardship: a case of (re)-embedding the institutional investors and the corporation?’ in Christopher Bruner and Beate Sjöfjell *Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability* (Cambridge University Press, 2019).

⁵ Για μια αναλυτική μελέτη του φαινομένου του μετοχικού ακτιβισμού, ιδίως από κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds), βλ. Dionysia Katelouzou ‘Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence’ (2013) 7 *Virginia Law & Business Review* 459-511.

⁶ Η πτυχή αυτή διαφοροποιεί την εποπτεία από τη μετοχική ενεργοποίηση και ακτιβισμό. Βλ. αναλυτικά, Κατελούζου, οπ. 1.

⁷ Για τις ομοιότητες του φαινομένου της εποπτείας και της Οδηγίας 2017/828, βλ. Dionysia Katelouzou ‘Shareholder Stewardship Comes to Europe? The Proposed Shareholder Rights Directive’ (March 2016), *Gore-Browne Special Release* (Jordans Publishing).

⁸ Σχέδιο Νόμου του Υπουργείου Οικονομικών με τίτλο Εταιρική Διακυβέρνηση Ανωνύμων Εταιρειών, Σύγκληση Αγορά Κεφαλαίου και Ενσωμάτωση της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/828 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (Μάρτιος 2020), <http://www.opengov.gr/minfin/?p=9144>.

⁹ Η σύγκριση και μελέτη των υπάρχοντων θεσμικών πλαισίων εποπτείας αλλά και ο σχεδιασμός νέων με τη συμμετοχή τόσο των θεσμικών επενδυτών αλλά και των αρμόδιων αρχών αποτέλεσε το θέμα του 1^{ου} Παγκοσμίου Συνεδρίου Μετοχικής Εποπτείας που διοργανώθηκε από το King’s College London υπό την αιγίδα του Global Shareholder Stewardship Project (Παγκόσμιο Πρόγραμμα Μετοχικής Εποπτείας). Για τα πρακτικά του συνεδρίου, βλ. Dionysia Katelouzou and Henning Jacobsen, *Global Shareholder Stewardship Conference* (23-4 September 2019, Conference report): <https://www.kcl.ac.uk/law/assets/docs/global-shareholder-stewardship-conference-final-report.pdf>. Για περισσότερες πληροφορίες για το Παγκόσμιο Πρόγραμμα Μετοχικής Εποπτείας, βλ. <https://www.kcl.ac.uk/research/global-shareholder-stewardship>

συμμετοχή τους στις εταιρίες που επενδύουν, και (β) τη δημοσιοποίηση σε ετήσια βάση του τρόπου εφαρμογής της εν λόγω πολιτικής εφαρμογής.

Η πολιτική ενεργού συμμετοχής περιγράφει το τρόπο με τον οποίο οι θεσμικοί επενδυτές και διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων ελέγχουν και εποπτεύουν σημαντικά ζητήματα στις εταιρείες που επενδύουν, μεταξύ των οποίων η στρατηγική, η χρηματοοικονομική και μη χρηματοοικονομική απόδοση και ο κίνδυνος (risk), η διάρθρωση κεφαλαίου, ζητήματα εσωτερικής εταιρικής διακυβέρνησης και κοινωνικού και περιβαλλοντικού αντικτύπου. Τα μέσα ενεργού συμμετοχής περιλαμβάνουν:

- τη διεξαγωγή διαλόγου,
- την άσκηση των δικαιωμάτων ψήφου και άλλων δικαιωμάτων που απορρέουν από τις μετοχές,
- τη συνεργασία με άλλους μετόχους και την επικοινωνία με άλλους φορείς των εταιρειών που γίνονται οι επενδύσεις (π.χ. σωματεία εργαζομένων), και
- τη διαχείριση υφιστάμενων ή ενδεχόμενων περιπτώσεων σύγκρουσης συμφερόντων που σχετίζονται με τη συμμετοχή τους.¹⁰

Πολλά ζητήματα σχετικά με τις πρακτικές της ενεργού συμμετοχής παραμένουν όμως ακόμη ανοιχτά. Για παράδειγμα, το Σχέδιο Νόμου, όπως και η Οδηγία, δε διευκρινίζει αν τα μέσα άσκησης της ενεργού συμμετοχής πρέπει να είναι πάντα συναινετικά ή να ακολουθούν την αρχή της κλιμακούμενης προσέγγισης. Επιπλέον δεν είναι ξεκάθαρο αν ένας θεσμικός επενδυτής που ασκεί πιο 'επιθετικές' ως προς τη Διοίκηση μορφές ενεργού συμμετοχής (π.χ. σύγκληση ΓΣ, έγκριση δομικών αποφάσεων, εκλογή μελών ΔΣ κτλ.) συμπεριλαμβάνεται στο πλαίσιο του άρθρου 32 του Σχεδίου Νόμου εφόσον τέτοιες πρακτικές έχουν ενσωματωθεί στην πολιτική του επενδυτή και δημοσιοποιούνται αντίστοιχα. Μολονότι τέτοιες δράσεις που συχνά σχετίζονται με τον ακτιβισμό των κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds) δεν συνηθίζονται στην ελληνική αγορά, είναι σημαντικό να αναγνωριστεί ότι η ενσωμάτωση και η εφαρμογή της μετοχικής εποπτείας στην επενδυτική στρατηγική εξαρτάται αναπόφευκτα από το στυλ της επενδυτικής τακτικής και διαφοροποιείται σημαντικά ανάλογα με την ενεργητική ή παθητική διαχείριση (active or passive management). Για παράδειγμα, ένας θεσμικός επενδυτής που διαχειρίζεται ίδια κεφάλαια και εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του Σχεδίου Νόμου δε μπορεί να ενσωματώσει και να ασκήσει με τον ίδιο τρόπο την πολιτική ενεργού συμμετοχής όπως ένας θεσμικός επενδυτής που διαχειρίζεται ξένα κεφάλαια, για παράδειγμα μια Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ) ή μια Ανώνυμη Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Α.Ε.Π.Ε.Υ.). Κατά συνέπεια, η ανάπτυξη και ενσωμάτωση της ενεργού συμμετοχής στην επενδυτική στρατηγική θα πρέπει να γίνεται με τέτοιο τρόπο από τους θεσμικούς επενδυτές και διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων που να αντανakλά τις διαφορετικές επενδυτικές πρακτικές τους καθώς και τις προτιμήσεις τους ως προς το τρόπο συμμετοχής τους στις εταιρείες που επενδύουν.

Για αυτό το λόγο το άρθρο 32 όπως και το άρθρο 3ζ της Οδηγίας ακολουθούν την αρχή της «συμμόρφωσης ή εξήγησης» (*comply or explain*). Συνεπώς οι θεσμικοί επενδυτές και διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων οφείλουν είτε να (α) αναπτύξουν και δημοσιοποιούν σε ετήσια βάση πολιτική για την ενεργό συμμετοχή τους στις εταιρίες που επενδύουν, και (β) να

¹⁰ Αξίζει να σημειωθεί ότι οι κανόνες περί σύγκρουσης συμφερόντων που εφαρμόζονται για τους θεσμικούς επενδυτές και τους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, όπως το άρθρο 14 της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ, το άρθρο 12 παράγραφος 1 στοιχείο β) και το άρθρο 14 παράγραφος 1 στοιχείο δ) της Οδηγίας 2009/65/ΕΚ και οι σχετικοί κανόνες για την εφαρμογή τους, καθώς και το άρθρο 23 της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ, εφαρμόζονται και για τις δραστηριότητες ενεργού συμμετοχής.

δημοσιοποιούν σε ετήσια βάση το τρόπο εφαρμογής της εν λόγω πολιτικής εφαρμογής, ή να εξηγούν (σε ετήσια βάση) τους λόγους μη συμμόρφωσής τους με τις εν λόγω διατάξεις. Σύμφωνα με τη γενική αρχή «συμμόρφωσης ή εξήγησης» η σχετική εξήγηση των λόγων μη συμμόρφωσης με τις διατάξεις για την πολιτική ενεργού συμμετοχής δεν πρέπει να περιορίζεται μόνον σε απλή αναφορά των διατάξεων με την οποία δεν συμμορφώνεται ο θεσμικός επενδυτής ή διαχειριστής περιουσιακών στοιχείων, αλλά πρέπει είναι (α) ορισμένη και ειδική (όχι τυποποιημένη), (β) σαφής και αιτιολογημένη (π.χ. να ανταποκρίνεται στη συγκεκριμένη επενδυτική πρακτική), και (γ) κατανοητή και πειστική. Μολονότι η δυνατότητα παρέκκλισης από τις υποχρεώσεις του άρθρου 32 πρέπει να θεωρείται εξίσου έγκυρη με τη συμμόρφωση εφόσον συνοδεύεται με σαφή και αιτιολογημένη εξήγηση, το γράμμα και το πνεύμα της πολιτικής ενεργού συμμετοχής δε θα πρέπει να καταστρατηγηθεί.

Το παρόν Σχέδιο Νόμου είναι ένα θετικό βήμα για την περαιτέρω ανάπτυξη πολιτικών ενεργού συμμετοχής και την ανάληψη πρωτοβουλιών μετοχικής εποπτείας από θεσμικούς επενδυτές και διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων. Αν και ακόμα στην αρχή, βρισκόμαστε στη σωστή κατεύθυνση. Στο εγγύς μέλλον πολλά από τα πρακτικά ζητήματα που σχετίζονται με την ενσωμάτωση της μετοχικής εποπτείας στις επενδυτικές πρακτικές θα πρέπει να αποτελέσουν θέμα ανοιχτού διαλόγου και ουσιαστικού προβληματισμού τόσο μεταξύ των επενδυτών όσο και της Διοίκησης των εταιρειών στις οποίες επενδύουν.