

ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ - ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2021

ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΔΙΚΑΙΟ

ΣΥΝΤΑΓΜΑΤΙΚΟ | ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ | ΔΙΚΟΝΟΜΙΚΟ | ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ | ΠΟΙΝΙΚΟ | ΕΡΓΑΤΙΚΟ | ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ | ΕΣΔΑ

ΜΕΛΕΤΕΣ | ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ | ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ | VARIA

Ι. Τόλια

Δικηγόρος, LL.M

I «Comply or explain»:
Η ενωσιακή μέθοδος επιβολής
[νομοθετικών] απαιτήσεων
«οικειοθελώς» - «Ευχή ή κατάρα;»

ΑΝΑΤΥΠΟ



ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

«Comply or explain»: Η ενωσιακή μέθοδος επιβολής [νομοθετικών] απαιτήσεων «οικειοθελώς» - «Ευχή ή κατάρα;»

Ιωάννα Τόλια
Δικηγόρος, LLM

Η αρχή «comply or explain» ως ρυθμιστικός μηχανισμός επιβολής κανόνων «οικειοθελώς», έχει καθιερωθεί νομοθετικώς στο ενωσιακό δίκαιο τόσο στα πεδία της εταιρικής διακυβέρνησης και της χρηματοοικονομικής εποπτείας όσο και στο πλαίσιο της δημοσιοποίησης μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Πλεονέκτημα της αρχής αποτελεί η ευελιξία που παρέχει στον αποδέκτη του κανόνα ήπιου δικαίου, η οποία, ωστόσο, θέτει εν αμφιβόλω την καταλληλότητα του μηχανισμού στο πεδίο της χρηματοοικονομικής εποπτείας. Σε κάθε περίπτωση, η αποτελεσματικότητα της υπό εξέταση αρχής συνδέεται με την επάρκεια και την ποιότητα των παρεχόμενων από τον αποδέκτη αιτιάσεων.

I. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Παραδοσιακά, το ήπιο δίκαιο (*soft law*)¹ χρησιμοποιείται τόσο σε ενωσιακό όσο και σε εθνικό επίπεδο για την κάλυψη περιπτώσεων όπου ελλείπει η τυπική δυνατότητα θέσπισης νομικά δεσμευτικών/υποχρεωτικών κανόνων δικαίου. Εναλλακτικά, η επιλογή της αυτορρύθμισης μέσω της υιοθέτησης κανόνων ήπιου δικαίου, όπως λ.χ. των κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης², έναντι της νομοθετικής ρύθμισης, η οποία εκ φύσεως είναι εξοπλισμένη με το εχέγγυο της νομικής δεσμευτικότητας, συνδέεται με τα εγγενή χαρακτηριστικά της κάθε μεθόδου. Ειδικότερα, προεξέχοντα ρόλο κατέχουν η ελαστικότητα, ευελιξία και προσαρ-

μοστικότητα στις συνεχώς εξελισσόμενες συνθήκες της αγοράς που χαρακτηρίζουν τους μη δεσμευτικούς κανόνες ήπιου δικαίου, σε αντιδιαστολή προς τον μη αντανakλαστικό ρυθμό ανταπόκρισης των νομοθετικών ρυθμίσεων, ενόψει ιδίως της βραδύτητας που χαρακτηρίζει τη διαδικασία θέσπισής τους³. Κατ' άλλη άποψη, η επιλογή της κάθε μεθόδου εξαρτάται από τα χαρακτηριστικά της σχετικής αγοράς, υπό την έννοια ότι, η ισχυρή φυσιογνωμία της δημιουργεί πρόσφορο έδαφος για την υιοθέτηση κανόνων ήπιου δικαίου, δια των οποίων εισάγονται αξιολογικά/ποιοτικά κριτήρια⁴. Αντίθετα, για τις ανίσχυρες αγορές προκρίνεται το σύστημα της νομοθετικής ρύθμισης το οποίο διασφαλίζει, μέσω του στοιχείου του νομικού εξαναγκασμού, την ενσωμάτωση και εφαρμογή των κανόνων αυτών⁵.

1. Για τις διαφορετικές ορολογικές προσεγγίσεις και αποδόσεις του επικρατούντος αγγλικού όρου «soft law», βλ. αναλυτικά Ρ. – Ε. Παπαδοπούλου, *Το Ήπιο Δίκαιο στην έννομη τάξη της Ευρωπαϊκής Ένωσης*, 2012, 1-3.
2. Ο όρος «κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης» υπό την ευρεία θεώρησή του ορίζεται ως «δέσμη μη δεσμευτικών αρχών, προτύπων ή βέλτιστων πρακτικών, που θεσπίζονται από συλλογικά όργανα και αφορούν την εσωτερική οργάνωση των εταιριών», βλ. D. Seidl, 'Regulating Organizations through codes of Corporate Governance' (Working Paper No. 338, Center for Business Research, University of Cambridge 2006) 1.

3. Χρ. Τσενέ, 'Το Κανονιστικό Πλαίσιο των Κωδίκων Εταιρικής Διακυβέρνησης' [2015] ΕΕμπΔ 529, 533.
4. Γ. Μιχαλόπουλος, 'Εκδοχές εταιρικής διακυβέρνησης' [2003] ΧρΠΔ 390, 392.
5. Χρ. Τσενέ (n 3) 533.

Λόγω ακριβώς της φύσης των κανόνων του ήπιου δικαίου ως νομικά μη εξαναγκαστών⁶, ανέκυψε εξ αρχής ως κείμενο το ζήτημα της διασφάλισης του αποτελεσματικού ελέγχου της τήρησής τους. Η νομοθετική καθιέρωση της αρχής «comply or explain», η οποία συναντάται στα ελληνικά κείμενα συνηθέστερα με τον όρο «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση», άλλως με τον όρο «συμμόρφωση ή εξήγηση», ως μέσο ελέγχου της συμμόρφωσης με κανόνες ήπιου δικαίου αποτέλεσε και συνεχίζει να αποτελεί αναμφίβολα ένα σημαντικό εργαλείο προς το σκοπό αυτό⁷. Ο μηχανισμός αυτός, στο μέτρο που συνδυάζει στοιχεία θετικού και ήπιου δικαίου⁸, παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον και έχει αποτελέσει αντικείμενο εκτεταμένης μελέτης⁹, η οποία, ωστόσο, στη συντριπτική πλειοψηφία της περιορίζεται στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης. Εν προκειμένω, θα επιχειρηθεί μία ολιστική προσέγγιση της αρχής, όπως αυτή αποτυπώνεται στα διάφορα ενωσιακά κείμενα, πέραν δηλαδή αποκλειστικά της θεματικής της εταιρικής διακυβέρνησης.

II. Έννοια και νομική φύση της αρχής

Στο πλαίσιο της αρχής «comply or explain» ο εκάστοτε αποδέκτης του κανόνα ήπιου δικαίου καλείται να συμμορφωθεί με τον καθιερούμενο κανόνα και, σε πε-

ρίπτωση μη συμμόρφωσης, οφείλει να το δημοσιοποιήσει, παρέχοντας εξηγήσεις ως προς τους λόγους για τους οποίους αποκλίνει¹⁰. Μέσω της αρχής αυτής, συνεπώς, όπως έχει καθιερωθεί νομοθετικώς στο ενωσιακό δίκαιο, θεσπίζεται καταρχήν μία υποχρέωση θετικού δικαίου, η οποία συνίσταται στην επιλογή είτε της «συμμόρφωσης» είτε της «αιτιολόγησης» και την συνακόλουθη παροχή σχετικής πληροφόρησης αναφορικά με τη συμμόρφωση ή όχι με τους εκάστοτε κανόνες ήπιου δικαίου. Η υποχρέωση που καθιερώνεται με την εν λόγω αρχή δεν συνίσταται δηλαδή στην ουσιαστική συμμόρφωση με τον κανόνα, αυτή καθαυτή, η οποία και παραμένει καταρχήν εκούσια, αλλά στην δικαιολόγηση της όποιας απόκλισης με τρόπο κατατοπιστικό και σαφή¹¹. Αυτό είναι ασφαλώς εύλογο, λαμβανομένου υπόψη ότι κύριο χαρακτηριστικό των κανόνων ήπιου δικαίου αποτελεί η έλλειψη νομικά εξαναγκαστού χαρακτήρα¹². Ως εκ τούτου, τόσο η τήρηση του κανόνα ήπιου δικαίου από τον αποδέκτη του, όσο και η εύλογη και επαρκής επεξήγηση τυχόν απόκλισης από αυτόν εντάσσονται στην έννοια της συμμόρφωσης με την αρχή. Αντιθέτως, η παραβίαση της αρχής αφορά αποκλειστικά και μόνο το αν έχουν παρασχεθεί οι υποχρεωτικά γνωστοποιούμενες πληροφορίες σε περίπτωση απόκλισης και, πιθανώς, το αν αυτές είναι αληθείς, όχι όμως το αν τηρούνται οι κανόνες που αποτελούν το περιεχόμενο της πληροφόρησης¹³. Πρόκειται, συνεπώς, για ένα είδος επιβαλλόμενου μηχανισμού αυτορρύθμισης¹⁴, ο οποίος έχει χαρακτηριστεί και ως «αυτορρύθμιση στη σκιά του νόμου»¹⁵.

Υπό την έννοια αυτή, έχει υποστηριχθεί ότι ο μηχανισμός «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση», στο μέτρο που συνδυάζει στοιχεία θετικού και ήπιου δικαίου, αποτελεί ένα «υβριδικό εργαλείο ρυθμιστικής παρέμβα-

6. Για την έννοια του ήπιου δικαίου και τη νομική φύση των κανόνων του, βλ. ενδεικτικά G. M. Borchard και B. C. Wellens, 'Soft Law in European Community Law' (1989) 14 *European Law Review* 267, 285· Αρ. Φατούρος, 'Προλεγόμενα στη μελέτη του μαλακού δικαίου' (1994) 14 *ΕΕΕυρΔ* 985, 1006· Χρ. Λιβαδά, *Κώδικες δεοντολογίας του χρηματοοικονομικού τομέα: Νομική φύση και λειτουργία*, 2005, 151επ., 162επ· Ρ. – Ε. Παπαδοπούλου (η 1) 3-14, 172επ· Ch. Brummer, *Soft Law and Global Financial System: Rule making in the 21st century* (Cambridge University Press 2012) 117επ.

7. Χρ. Λιβαδά, *Εποπτεία της εταιρίας μέσω των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στο πλαίσιο της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»* (Κράτος Οικονομία και Επιχείρηση: 24^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικών Λογών), 2015, 319.

8. *ibid* 302-3.

9. Βλ. ενδεικτικά Ed. Wymeersch, 'How Can Corporate Governance Codes Be Implemented?' in G. Ferrarini και Ed. Wymeersch (eds), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond* (Oxford University Press 2006) 143-60· M. Bianchi and others, 'Comply or Explain? Investor Protection Through Corporate Governance Codes' (ECGI Finance Working Paper, 2010)· Ed. Wymeersch, 'European Corporate Governance Codes and their Effectiveness' in M. Belcredi και G. Ferrarini (eds), *Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post-Crisis Reform* (Cambridge University Press 2013) 67-142.

10. Χρ. Λιβαδά, *Εποπτεία της εταιρίας μέσω των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στο πλαίσιο της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»* (η 7) 299.

11. *ibid* 302.

12. Βλ. ενδεικτική σχετική βιβλιογραφία στην υποσημείωση 6.

13. Χρ. Λιβαδά, *Εποπτεία της εταιρίας μέσω των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στο πλαίσιο της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»* (η 7) 303.

14. D. Seidl and P. Sanderson and J. Roberts, 'Applying the 'comply-or-explain' principle: discursive legitimacy tactics with regard to codes of corporate governance' (2013) 17 *Journal of Management and Governance* 791, 815.

15. Kl. Hopt, 'Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation' in A. Fleckner και Kl. Hopt (eds), *Comparative Corporate Governance: A Functional and International Analysis* (Cambridge University Press 2013) 3-102, 21.

σης»¹⁶ με γνώμονα την αξιοποίηση των πλεονεκτημάτων και των δύο αυτών κατηγοριών κανόνων δικαίου. Συγκεκριμένα, μέσω των στοιχείων θετικού δικαίου υπηρετείται η αρχή της διαφάνειας, η οποία επιτρέπει την εκτίμηση και αξιολόγηση των αποκλίσεων και των λόγων της μη συμμόρφωσης από τους άμεσα ενδιαφερόμενους ή τους έχοντες έννομο συμφέρον και αποσκοπεί στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης αυτών, αφήνοντας, ωστόσο, περιθώριο στην ευελιξία την ποικιλομορφία και την ανάγκη προσαρμογής στη δυναμική των αγορών μέσω των στοιχείων ήπιου δικαίου¹⁷. Φαίνεται, συνεπώς, να παρέλκει ο κρατικός καταναγκασμός, ο οποίος είναι σύμφυτος με τους κανόνες θετικού δικαίου, καθόσον στο πλαίσιο της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» η δέσμευση στην εφαρμογή των κανόνων ήπιου δικαίου επιτυγχάνεται εμμέσως, μέσω των μηχανισμών της αγοράς και της πίεσης που ασκείται στους αποδέκτες τους από τους επενδυτές, άλλα ενδιαφερόμενα μέρη (*stakeholders*), το κοινό κλπ.¹⁸ Με άλλα λόγια, λόγω του διφυούς χαρακτήρα της, η αρχή επιτυγχάνει να αμβλύνει τα εγγενή μειονεκτήματα που απορρέουν από το ήπιο δίκαιο, υπό την έννοια ότι λειτουργεί ως ασφαλιστική δικλείδα της έλλειψης νομικής δεσμευτικότητας των κανόνων και συστάσεων που το συναποτελούν¹⁹. Η άποψη αυτή συνάδει με την αντίληψη κατά την οποία η υποχρεωτική παροχή πληροφόρησης και εύλογης αιτιολόγησης των τυχών αποκλίσεων από τους κανόνες ήπιου δικαίου μπορεί να αποτελέσει μηχανισμό – κλειδί προς την κατεύθυνση της διασφάλισης της συμμόρφωσης με αυτούς, ώστε να επιτελέσει από την άποψη αυτή λειτουργία έμμεσου εξαναγκασμού για την υιοθέτηση των σχετικών κανόνων²⁰.

16. Χρ. Λιβαδά, *Εποπτεία της εταιρίας μέσω των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στο πλαίσιο της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»* (n 7) 303.

17. *ibid.*

18. R. Kraakman and others, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (3rd edn, Oxford University Press 2017) 63.

19. Βλ. σχετικώς και τις εύστοχες παρατηρήσεις σε Γ. Μιχαλόπουλο (n 4) 392, ο οποίος, ήδη πριν την νομοθετική καθιέρωση της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» για πρώτη φορά στο ευρωπαϊκό δίκαιο, υποστήριζε ότι η έλλειψη εξαναγκαστότητας δύναται να αναπληρωθεί από την υποχρεωτική περιοδική δημοσίευση δήλωσης συμμόρφωσης, η οποία θα επιτελεί λειτουργία ισοδύναμη ενός «πιστοποιητικού ποιότητας», και συνδυαστικά με την εφαρμογή του μηχανισμού «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» θα επιτυγχάνει ένα είδος έμμεσης εξαναγκαστότητας των κανόνων της αυτορρύθμισης.

20. Χρ. Τσενέ (n 3) 550.

III. Ιστορία του θεσμού

Στο πεδίο της ιστορικής αναδρομής, αξίζει να σημειωθεί καταρχήν ότι η αρχή «comply or explain» αποτελεί έννοια με «αγγλοσαξονικές καταβολές». Ειδικότερα, η αρχή υιοθετήθηκε για πρώτη φορά στο Ηνωμένο Βασίλειο και, συγκεκριμένα, στην Έκθεση Cadbury²¹, η οποία εκδόθηκε το 1992 και αποτέλεσε τον ακρογωνιαίο λίθο στην ιστορία της εταιρικής διακυβέρνησης²² καθόσον εισήγαγε το μοντέλο της αυτορρύθμισης μέσω της προαγωγής της υιοθέτησης από μέρους των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών βέλτιστων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης επί τη βάση της αρχής «comply or explain»²³. Με την προσάρτηση μάλιστα της εν λόγω Έκθεσης – Κώδικα, η οποία και αποτελούσε ήπιο δίκαιο, ως παράρτημα των Κανόνων Εισαγωγής των εταιριών στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου, η δημόσια ανακοίνωση της συμμόρφωσης με τις διατάξεις της Έκθεσης, άλλως η δικαιολόγηση των σημείων απόκλισης

21. Πρόκειται για την Έκθεση της Επιτροπής για τις οικονομικές πτυχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης, η οποία συγκροτήθηκε το 1991 από το Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών Αναφορών, το χρηματιστήριο του Λονδίνου και επαγγελματίες ελεγκτές υπό την προεδρία του Sir Adrian Cadbury, από τον οποίο και έμεινε γνωστή η έκθεση αυτή ως «Cadbury Report». Βλ. *The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* (The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co Ltd December 1992).

22. Η «εταιρική διακυβέρνηση» ορίζεται παραδοσιακά ως «το σύστημα βάση του οποίου οι εταιρίες διοικούνται και ελέγχονται». Βλ. *The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* (n 21) υπό 2.5. Στο ίδιο πνεύμα αλλά με ευρύτερο περιεχόμενο κινείται ο ορισμός του κειμένου αρχών εταιρικής διακυβέρνησης του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), σύμφωνα με τον οποίο η εταιρική διακυβέρνηση «αναφέρεται στις σχέσεις μεταξύ της διοίκησης μιας εταιρίας, του διοικητικού της συμβουλίου, των μετόχων της και των λοιπών ενδιαφερομένων μερών (*stakeholders*). Καθορίζει επίσης τη δομή μέσω της οποίας προσδιορίζονται οι στόχοι μιας εταιρίας, καθώς επίσης και τα μέσα για την επίτευξή τους και την παρακολούθηση των αποτελεσμάτων τους». Βλ. *Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), 'OECD Principles of Corporate Governance'* (OECD 2004) 11.

23. Βλ. *The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* (n 21) υπό 3.7. Η αρχή «comply or explain» επαναλαμβάνεται έκτοτε ανελλιπώς σε όλες τις αναθεωρήσεις του βρετανικού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, με διαφοροποιήσεις ως προς το ειδικότερο περιεχόμενό του σύμφωνα με τις αναθεωρήσεις του περιεχομένου και του ίδιου του κώδικα.

(*comply or explain principle*), καθιερώθηκε ως υποχρέωση όλων των εισηγμένων εταιριών²⁴.

Σε ενωσιακό επίπεδο, η υιοθέτηση του μηχανισμού «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» υποδείχθηκε προς την Ευρωπαϊκή Επιτροπή από την Ομάδα εμπειρογνομών του εταιρικού δικαίου²⁵ ήδη από το 2002²⁶. Στη σχετική έκθεση, η καθιέρωση της αρχής παρουσιάζεται στο πλαίσιο μιας εναλλακτικής ρυθμιστικής προσέγγισης σε σχέση με τη «συνήθη νομοθετική διαδικασία»²⁷ στον χώρο του εταιρικού δικαίου. Επισημαίνεται, συγκεκριμένα, ότι η εναρμόνιση του εταιρικού δικαίου μέσω Οδηγιών, τις οποίες τα κράτη μέλη οφείλουν εν συνεχεία να μεταφέρουν στο εθνικό τους δίκαιο, φαίνεται να μην ανταποκρίνεται στο δυναμικό χαρακτήρα του δικαίου αυτού, υπό την έννοια ότι τόσο οι Οδηγίες όσο και οι σχετικές εθνικές νομοθεσίες δεν δύνανται να τροποποιηθούν με τη δέουσα ταχύτητα, ώστε να προσαρμόζονται στις εκάστοτε ανάγκες που ανακύπτουν λόγω των εξελίξεων και μεταβολών που επέρχονται στον τομέα του εταιρικού δικαίου. Στο πλαίσιο αυτό, και προκειμένου να επιτευχθεί η απαιτούμενη ευελιξία και η δυνατότητα ταχέων προσαρμογών της νομοθεσίας, ακολουθείται από τα κράτη μέλη εναλλακτικά η τάση της θέσπισης προτύπων, τα οποία αποτυπώνουν βέλτιστες πρακτικές, ο δε έλεγχος της συμμόρφωσης με αυτά πραγματοποιείται μέσω της αρχής «comply or explain» εναλλακτικά στον μηχανισμό των νομικά δεσμευτικών και εξα-

ναγκαστών κανόνων του εταιρικού δικαίου και του δικαίου της κεφαλαιαγοράς²⁸.

Σε συνέχεια της ως άνω Έκθεσης, και ως απάντηση σε αυτήν, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε το 2003 την Ανακοίνωση με τίτλο «Εκσυγχρονισμός του εταιρικού δικαίου και ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση – ένα πρόγραμμα για την επίτευξη προόδου»²⁹, όπου και αναφέρει ρητά ότι κάθε κράτος μέλος πρέπει να ορίσει έναν εθνικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, με τον οποίο θα πρέπει οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες που υπάγονται στην δικαιοδοσία του να συμμορφώνονται ή αναφερόμενες σε αυτόν να επεξηγούν τους λόγους τυχόν απόκλισης³⁰ (*comply or explain principle*). Η εν λόγω ρύθμιση βασίστηκε στο συμπέρασμα ότι, στο μέτρο που οι επιμέρους κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης των κρατών μελών φαίνεται να παρουσιάζουν γενικά σημαντικό βαθμό σύγκλισης³¹, δεν κρίνεται σκόπιμη η υιοθέτηση ενός ομοιόμορφου ευρωπαϊκού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, αλλά προκρίνεται ο συντονισμός και η εναρμόνιση των κρατών μελών σε επίπεδο μηχανισμών εφαρμογής και συμμόρφωσης με το περιεχόμενο των εθνικών κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης μέσω του μηχανισμού «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»³².

Στα πλαίσια της ως άνω Ανακοίνωσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέφρασε και την πρόθεσή της για έκδοση από την ίδια Σύστασης³³ σχετικά με τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου των εισηγμένων εταιριών,

24. Βλ. Br. Cheffins, 'Corporate Governance in the United Kingdom: Lessons for Canada' (1997) 28 Can Bus LJ 69, 76-7.
25. Η επιτροπή αυτή συστάθηκε στις 4 Σεπτεμβρίου 2001 από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, με αποστολή αρχικά την παροχή ανεξάρτητων συμβουλών στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή αναφορικά με την καθιέρωση πανευρωπαϊκών κανόνων για τις δημόσιες προτάσεις. Σε συνέχεια, ωστόσο, της κατάρρευσης της Enron, μιας από τις μεγαλύτερες εταιρίες της Αμερικής, το EcoFIN, στο πλαίσιο της συνεδρίασής του στις 18 Απριλίου 2002, ενέκρινε την πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τη διεύρυνση του έργου της και την υπόδειξη εκ μέρους της προτεραιοτήτων για τον εκσυγχρονισμό του ευρωπαϊκού εταιρικού δικαίου.
26. High Level Group of Company Law Experts, 'Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe' (Brussels, High Level Group of Company Law Experts 2002).
27. Ως «συνήθης νομοθετική διαδικασία» νοείται η έκδοση νομοθετικών πράξεων με τη διαδικασία της συναπόφασης του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου. Βλ. Ενοποιημένη απόδοση της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης [2012] OJ C326/47 (ΣΛΕΕ), άρθρ. 298 παρ. 1.

28. High Level Group of Company Law Experts (n 26) 31-2.

29. Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, 'Εκσυγχρονισμός του εταιρικού δικαίου και ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση – ένα πρόγραμμα για την επίτευξη προόδου' (Ανακοίνωση) COM (2003) 284 τελικό.
30. *ibid* 19.
31. Βλ. Weil, Gotshal and Manges LLP (WG&M), 'Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States' (WG&M 2002).
32. COM (2003) 284 τελικό, 12-3. Ορίζεται περαιτέρω ότι στις σπάνιες περιπτώσεις που οι κώδικες διαφέρουν, η αρχή «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» προσφέρει ικανοποιητική λύση.
33. Οι συστάσεις εκδίδονται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο ή την Επιτροπή και προσομοιάζουν ως προς τη δομή τους με τις οδηγίες, καθόσον είναι ιδιαίτερα αναλυτικές και καθορίζουν συγκεκριμένους στόχους και δράσεις που πρέπει να αναληφθούν σε επίπεδο Ένωσης ή/και κρατών μελών, με τη διαφορά, ωστόσο, ότι δεν προβλέπονται κυρώσεις σε περίπτωση μη υλοποίησής τους, δεδομένου ότι δεν έχουν νομικά δεσμευτικό χαρακτήρα, όπως ορίζεται ρητώς και στο άρθρ. 288 εδ. ε' ΣΛΕΕ. Βλ. σχετικά Ρ. – Ε. Παπαδοπούλου (n 1) 69επ.

ορίζοντας ότι η διασφάλιση της εφαρμογής των σχετικών κανόνων από τα κράτη μέλη θα τελείται τουλάχιστον με βάση την αρχή «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»³⁴. Πράγματι, το 2005 εκδόθηκε από την Επιτροπή η Σύσταση 2005/162/ΕΚ³⁵ αναφορικά με το ως άνω θέμα, με την οποία παρασχέθηκε στα κράτη μέλη η διακριτική ευχέρεια να υιοθετήσουν τα προβλεπόμενα μέτρα είτε μέσω νομοθετικών ρυθμίσεων είτε μέσω της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση». Εφόσον επιλεγεί από ένα κράτος μέλος η εφαρμογή της αρχής, οι εταιρίες οφείλουν να προσδιορίζουν ετησίως τις συστάσεις με τις οποίες δεν συμμορφώνονται και να εξηγούν με ουσιαστικό και εξειδικευμένο τρόπο την έκταση και τους λόγους κάθε ουσιώδους μη συμμόρφωσης³⁶.

IV. Νομοθετική καθιέρωση της αρχής σε ενωσιακό επίπεδο

ι. «Comply or explain» & εταιρική διακυβέρνηση

Ένα χρόνο μετά την έκδοση της Σύστασης 2005/162/ΕΚ της Επιτροπής, η αρχή «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» καθιερώθηκε στο δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης με πιο γενικευμένο περιεχόμενο και για πρώτη φορά με Οδηγία. Ειδικότερα, με την παρ. 7 του άρθρου 1 της Οδηγίας 2006/46/ΕΚ³⁷ προστέθηκε το άρθρο 46α

στην Οδηγία 78/660/ΕΟΚ³⁸ δια του οποίου υιοθετήθηκε η αρχή «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» στο πλαίσιο της υποχρέωσης των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών να αναφέρουν στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης³⁹ που υποχρεώθηκαν με τη διάταξη αυτή να υποβάλλουν αν συμμορφώνονται με τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης στον οποίο υπάγονται ή έχουν αποφασίσει οικειοθελώς να εφαρμόζουν.

Η ως άνω διάταξη μεταφέρθηκε εν συνεχεία σχεδόν αυτούσια στο άρθρο 20 παρ. 1 στοιχείο β' της Οδηγίας 2013/34/ΕΕ⁴⁰, η οποία αντικατέστησε την Οδηγία 78/660/ΕΟΚ. Σύμφωνα με τη διάταξη αυτή, οι εισηγμένες εταιρίες οι οποίες παρεκκλίνουν, σύμφωνα με την εθνική νομοθεσία, από τον κώδικα στον οποίο υπόκεινται ή τον οποίο έχουν αποφασίσει σε εθελοντική βάση να εφαρμόζουν, οφείλουν να παραθέσουν στην ετήσια δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης τα σημεία του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης από τα οποία αποκλίνουν και να αιτιολογούν την επιλογή τους αυτή. Αντίστοιχα, αν επιλέξουν να μην εφαρμόσουν καθόλου κάποιον κώδικα θα πρέπει να εξηγούν στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης τους λόγους για τους οποίους ακολουθείται η πρακτική αυτή. Ακολούθως, με την Οδηγία 2014/95/ΕΕ⁴¹ προστέθηκε στο ως άνω άρθρο ένα επιπλέον στοιχείο, σύμφωνα με το οποίο η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης περιέχει, μετα-

34. COM (2003) 284 τελικό, 17.

35. Σύσταση της Επιτροπής 2005/162/ΕΚ της 15^{ης} Φεβρουαρίου 2005 σχετικά με το ρόλο των μη εκτελεστικών και των εποπτικών διοικητικών στελεχών των εισηγμένων εταιριών, καθώς και με τις επιτροπές του διοικητικού ή του εποπτικού συμβουλίου [2005] OJ L52/51 (Σύσταση 2005/162/ΕΚ). Για την εν λόγω Σύσταση, βλ. M. Lutter, 'The Commission Recommendations of 14 December 2004 and of 15 February 2005 and their implementation in Germany' in T. Michel and others (eds), *Perspectives in Company Law and Financial Regulation: Essays in Honour of Eddy Wymeersch* (Cambridge University Press 2009) 132-144.

36. Σύσταση 2005/162/ΕΚ, άρθρ. 1.1.-1.2.

37. Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου 2006/46/ΕΚ της 14^{ης} Ιουνίου 2006 για την τροποποίηση της οδηγίας 78/660/ΕΟΚ του Συμβουλίου περί των ετήσιων λογαριασμών εταιριών ορισμένων μορφών, της οδηγίας 83/349/ΕΟΚ 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 [2006] OJ L224/1.

38. Τέταρτη Οδηγία του Συμβουλίου 78/660/ΕΟΚ της 25^{ης} Ιουλίου 1978 βασιζόμενη στο άρθρο 54 παράγραφος 3 περίπτωση ζ) της συνθήκης περί των ετήσιων λογαριασμών εταιριών ορισμένων μορφών [1978] OJ L222/11.

39. Η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να έχει το προβλεπόμενο στην εν λόγω διάταξη περιεχόμενο και συμπεριλαμβάνεται ως ειδικό τμήμα στην ετήσια έκθεση διαχείρισης του διοικητικού οργάνου της εταιρίας, η οποία δημοσιεύεται εντός εύλογης περιόδου και το αργότερο εντός δώδεκα μηνών μετά την ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού, παράλληλα με τις νόμιμα εγκεκριμένες οικονομικές καταστάσεις και τη γνώμη του νόμιμου ελεγκτή.

40. Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου 2013/34/ΕΕ της 26^{ης} Ιουνίου 2013 σχετικά με τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις και συναφείς εκθέσεις επιχειρήσεων ορισμένων μορφών, την τροποποίηση της οδηγίας 2006/43/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και την κατάργηση των οδηγιών 78/660/ΕΟΚ και 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου [2013] OJ L182/19 (Οδηγία 2013/34/ΕΕ).

41. Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου 2014/95/ΕΕ για την τροποποίηση της οδηγίας 2013/34/ΕΕ όσον αφορά τη δημοσιοποίηση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών και πληροφοριών για την πολυμορφία από ορισμένες μεγάλες επιχειρήσεις και ομίλους [2014] OJ L330/1 (Οδηγία 2014/95/ΕΕ).

ξύ άλλων, περιγραφή της πολιτικής πολυμορφίας που εφαρμόζεται για τα διοικητικά, διαχειριστικά και εποπτικά όργανα της εταιρίας, άλλως εάν δεν εφαρμόζεται τέτοια πολιτική, «η δήλωση θα περιλαμβάνει εξήγηση ως προς το γιατί συμβαίνει αυτό»⁴² (*comply or explain principle*). Βλέπουμε λοιπόν ήδη ότι δημιουργείται ένα εργαλείο υποχρεωτικής αιτιολόγησης, και μάλιστα σαφούς, των αποκλίσεων από την μία πλευρά, από την άλλη δε μια υποχρέωση πληροφόρησης-παρουσίασης του σχήματος και των μεθόδων που έχουν αντ' αυτού επιλεγεί να τηρούνται. Εκ πρώτης απόψεως αυτό φαίνεται να σημαίνει μια εύκολη διέξοδο κι αποφυγή από ένα «προτεινόμενο» (*soft law*) πλαίσιο κανόνων δικαίου, το οποίο έχει υποστεί μία σταθμιστική και νομοτεχνική επεξεργασία, μολαταύτα, μια πιο «αισιόδοξη» ανάγνωση θα μπορούσε να νοηματοδοτεί ότι ακριβώς αυτή η απουσία υποχρεωτικότητας αντισταθμίζεται με την υποχρέωση αιτιολόγησης και παρουσίασης του μοντέλου που ακολουθείται, υποχρέωση που δημιουργεί εν τέλει το επίπεδο ενημέρωσης, διαφάνειας και ασφάλειας που επιδιώκεται στην αγορά, διατηρώντας ταυτόχρονα την αυτορρύθμιση της αγοράς και διοχετεύοντας τις απαραίτητες πληροφορίες σε ελεγκτικές αρχές, ενδιαφερόμενους επενδυτές κοκ. Μάλιστα, μέσω αυτής της υποχρέωσης δημοσιοποίησης της τηρούμενης πρακτικής σε συνδυασμό με την αιτιολόγηση απόκλισης διαγιγνώσκεται και η τυχόν μη σύννομη δράση ή μη συμμόρφωση.

Σε ό,τι αφορά την καθιέρωση της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» στο ενωσιακό δίκαιο με την ως άνω διάταξη, αξίζει να σημειωθεί καταρχήν ότι αυτή καθιερώθηκε για πρώτη φορά με Οδηγία. Επιπλέον, σε αντίθεση με ό,τι ίσχυε με την καθιέρωση της αρχής στο πλαίσιο της Σύστασης 2005/162/ΕΚ της Επιτροπής, αφενός η εφαρμογή της αρχής αφορά πλέον γενικότερα την υπαγωγή και την έκταση στην οποία μία εταιρία συμμορφώνεται ή όχι με έναν κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης και όχι απλώς επιμέρους διατάξεις του, αφετέρου η εταιρία υποχρεούται με την εν λόγω διάταξη της Οδηγίας να επισημαίνει και να αιτιολογεί οποιαδήποτε απόκλισή της από τον κώδικα και όχι μόνο τις ουσιώδεις⁴³.

Στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης, η αρχή «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» εκκινεί από την παραδοχή ότι η εκάστοτε εταιρία γνωρίζει και οφείλει να γνωρίζει τον τρόπο με τον οποίο θα ανταποκριθεί καλύτερα και πιο αποτελεσματικά στις επιταγές της εταιρι-

κής διακυβέρνησης και, συνεπώς, δεν υποχρεούται να τηρεί απαρέγκλιτα τον ισχύοντα στη χώρα που εδρεύει ή στον κλάδο στον οποίο ανήκει κώδικα, αρκεί να γνωστοποιεί το γεγονός ότι παρεκκλίνει και να εξηγήσει τους λόγους της σχετικής παρέκκλισης⁴⁴. Με άλλα λόγια, η απόκλιση μιας εταιρίας από μία διάταξη κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης ενδέχεται όχι απλώς να είναι θεμιτή, αλλά πολύ περισσότερο να ανταποκρίνεται καλύτερα στις ανάγκες εταιρικής διακυβέρνησης της εταιρίας αυτής ενόψει των ιδιαιτεροτήτων που μπορεί να τη χαρακτηρίζουν⁴⁵. Λαμβανομένου υπόψη, μάλιστα, αφενός ότι η εταιρική διακυβέρνηση τελεί σε συνάρτηση με τα δομικά χαρακτηριστικά μιας εταιρίας, όπως λ.χ. την μετοχική της δομή, και αφετέρου ότι ένας κώδικας εκ των πραγμάτων απευθύνεται σε περισσότερες εταιρίες τα χαρακτηριστικά των οποίων μπορεί να διαφέρουν και μάλιστα σε μεγάλο βαθμό, ενδεχομένως η μη τήρηση του κώδικα σε ορισμένες περιπτώσεις να ενδεικνύεται περισσότερο για μία εταιρία σε ό,τι αφορά την εταιρική της διακυβέρνηση. Αυτό, ωστόσο, δεν σημαίνει ότι η απόκλιση συνιστά ή είναι ορθό να συνιστά τον κανόνα, ο οποίος, στο μέτρο που οι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης αποτυπώνουν βέλτιστες πρακτικές, θεσπίζεται με τον κώδικα, αλλά ότι είναι δυνατή η μη εφαρμογή του κανόνα αυτού για συγκεκριμένους λόγους⁴⁶.

Από τα ως άνω προκύπτει ευκρινώς ότι η θέσπιση της εν λόγω αρχής αποτελεί την απάντηση στην κοινή παραδοχή ότι στο χώρο της εταιρικής διακυβέρνησης «ένα μέγεθος δεν ταιριάζει σε όλους» (*one size does not fit all*)⁴⁷. Αναδεικνύεται έτσι ένα βασικό πλεονέκτημά της που συνίσταται στο ότι διασφαλίζει ακριβώς την απαιτούμενη ευελιξία που επιτρέπει στις εταιρίες να επιλέγουν τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης που ανταποκρίνονται βέλτιστα στις ανά-

44. *ibid* 314.

45. Σύσταση της Επιτροπής 2014/208/ΕΕ της 9^{ης} Απριλίου 2014 σχετικά με την ποιότητα της υποβολής εκθέσεων σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση («συμμόρφωση ή αιτιολόγηση») [2014] OJ L109/43 (Σύσταση 2014/208/ΕΕ), αιτιολογική σκέψη 7. Βλ. επίσης Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 'Το ενωσιακό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης' (Πράσινη Βίβλος) COM (2011) 164 τελικό, 4, όπου τίθεται το ερώτημα κατά πόσον θα πρέπει σε επίπεδο ένωσης να υπάρχει μια διαφοροποιημένη προσέγγιση ανάλογα με τον τύπο και το μέγεθος της εταιρίας, ιδίως λαμβανομένου υπόψη της δυσκολίας εφαρμογής ορισμένων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης από μικρότερου μεγέθους εισηγμένες εταιρίες.

46. Χρ. Λιβαδά, *Εποπτεία της εταιρίας μέσω των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στο πλαίσιο της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»* (n 7) 301-2.

47. R. Kraakman (n 18) 63.

42. Οδηγία 2013/34/ΕΕ άρθρ. 20 παρ.1 στιχ. ζ'.

43. Χρ. Λιβαδά, *Εποπτεία της εταιρίας μέσω των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στο πλαίσιο της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»* (n 7) 301.

γκες τους, όπως αυτές διαμορφώνονται επί τη βάση των ιδιαίτερων καταστάσεων και συνθηκών αναφορικά με το μέγεθός τους, τη μετοχική τους σύνθεση, αλλά και τις ιδιομορφίες του τομέα της αγοράς στην οποία υπάγονται⁴⁸. Ευστόχως παρατηρείται, συνεπώς, ότι ο μηχανισμός «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» αποτελεί το πλέον κατάλληλο και αποτελεσματικό εργαλείο για την εταιρική διακυβέρνηση και υπό την έννοια ότι προάγει την υπευθυνότητα των εταιριών, καθόσον τις προτρέπει να εξετάζουν την καταλληλότητα των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης επί τη βάση αφενός της εσωτερικής τους κατάστασης, αφετέρου των εξωτερικών παραγόντων της αγοράς⁴⁹. Ωστόσο, η προσέγγισή τους σε περίπτωση απόκλισης, καθώς και οι λόγοι που την υπέδειξαν θα πρέπει να γνωστοποιούνται κατά τρόπο που καθιστά τις πληροφορίες αυτές ευχερώς προσβάσιμες στους άμεσα ενδιαφερομένους, ήτοι τους μετόχους και τους εν γένει επενδυτές, προκειμένου τα πρόσωπα αυτά να γνωρίζουν με ακρίβεια και να είναι σε θέση να αξιολογούν τις πολιτικές εταιρικής διακυβέρνησης που ακολουθεί η εταιρία στην οποία επενδύουν ή προτίθενται να επενδύσουν⁵⁰. Συνάγεται ότι στο μέτρο και κατά την έκταση που οι ως άνω εξηγήσεις λαμβάνονται υπόψη από τους φορείς της αγοράς, όπως λ.χ. τους αναλυτές, τους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, τους διαχειριστές των ρυθμιζόμενων αγορών, καθώς και τους επενδυτές στο πλαίσιο των επενδυτικών τους αποφάσεων και συγκεκριμένα στο πλαίσιο εκτίμησης της αξίας της εταιρίας και, ως εκ τούτου, διακυβεύεται και η φήμη της εταιρίας ενόψει της εν λόγω υποχρέωσης γνωστοποίησης και διαφάνειας, η τελευταία αποτελεί ένα ισχυρό κίνητρο για την αποτελεσματική εφαρμογή της αρχής⁵¹. Ομοίως, αναφορικά με την εφαρμοζόμενη από την εταιρία πολιτική πολυμορφίας, η υιοθέτηση της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» ενισχύει τη σχετική διαφάνεια, με αποτέλεσμα την ενημέρωση της αγοράς σχετικά με τις πρακτικές διοίκησης των επιχειρήσεων και τη συνε-

πακόλουθη έμμεση πίεση στις επιχειρήσεις να έχουν πιο διαφοροποιημένα συμβούλια⁵².

Η ως άνω ευελιξία, η οποία συνιστά εγγενές γνώρισμα του μηχανισμού «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση», εκτείνεται και στον τρόπο ενσωμάτωσης της αρχής στην εσωτερική έννομη τάξη των κρατών μελών, υπό την έννοια ότι η σχετική επιλογή επαφίεται στη διακριτική τους ευχέρεια. Ενδεικτικώς σημειώνεται ότι η υποχρέωση εφαρμογής του εν λόγω μηχανισμού στα πλαίσια της δήλωσης εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί και έχει αποτελέσει αντικείμενο τόσο των κανόνων εισαγωγής στη χρηματιστηριακή αγορά (*listing rules*), όσο και αμιγούς νομοθετικής ρύθμισης, καθώς επίσης έχει ενσωματωθεί και με παραπομπή κάποιου από τους εναλλακτικούς αυτούς τρόπους σε σχετική ειδική πρόβλεψη εντός του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης⁵³. Στην κατηγορία του αυστηρότερου καθεστώτος, ήτοι της υιοθέτησης της αρχής δια της αμιγώς νομοθετικής οδού, εμπίπτει και η ελληνική έννομη τάξη, καθόσον η ρύθμιση του άρθρου 1 παρ. 7 της Οδηγίας 2006/46/EK, με την οποία για πρώτη φορά καθιερώθηκε νομοθετικώς στο ενωσιακό δίκαιο ο μηχανισμός «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» σε σχέση με τη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης, ενσωματώθηκε με το άρθρο 2 παρ. 2 του Ν. 3873/2010⁵⁴, το οποίο τροποποίησε το άρθρο 43α του κ.ν. 2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών⁵⁵. Πλέον, η ρύθμιση αυτή εντοπί-

48. Χρ. Τσενέ (n 3) 550.

49. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 'Το ενωσιακό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης' (n 45) 22.

50. Χρ. Λιβαδά, *Εποπτεία της εταιρίας μέσω των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στο πλαίσιο της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»* (n 7) 302.

51. Σημειώνεται σχετικώς ότι ο εγγενής ελαστικός – μη υποχρεωτικός χαρακτήρας των κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης θεωρείται ως το βασικό μειονέκτημά τους, ενώ έχει χαρακτηριστεί και ως η «αχίλλειος πέτρα» τους. Βλ. European Company Law Experts (ECLC), 'Making Corporate Governance Codes More Effective: A Response to the European Commission's Action Plan of December 2012' (ECLC 2013) 4.

52. Οδηγία 2014/95/ΕΕ αιτιολογική σκέψη 18.

53. Βλ. σχετικώς RiskMetrics Group and others, 'Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States' (2009) 24, 28, όπου αναφέρονται αναλυτικά αφενός οι νομικές μέθοδοι με τις οποίες ενσωματώθηκε ο μηχανισμός «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» από τις έννομες τάξεις και αφετέρου ποιες έννομες τάξεις επέλεξαν ποια μέθοδο ενσωμάτωσης. Η έρευνα αυτή ως προς τις πρακτικές παρακολούθησης της εταιρικής διακυβέρνησης στα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης αφορά ασφαλώς τα κράτη που ήταν ήδη κατά τον χρόνο εκείνο μέλη της Ε.Ε. και ανέδειξε τις εξαιρέσεις του Βελγίου, της Ελλάδας και της Μάλτας που κατά τον χρόνο σύνταξης της έρευνας δεν είχαν μεταφέρει ακόμα την Οδηγία 2006/46/EK στο εσωτερικό τους.

54. Ν. 3873/2010 για την ενσωμάτωση στην ελληνική έννομη τάξη της Οδηγίας 2006/46/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους ετήσιους και ενοποιημένους λογαριασμούς εταιρειών ορισμένων μορφών και της οδηγίας 2007/63/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την απαίτηση για τη σύνταξη έκθεσης από ανεξάρτητο εμπειρογνώμονα σε περίπτωση συγχώνευσης ή διάσπασης ανωνύμων εταιρειών.

55. Ομοίως, το άρθρ. 20 παρ. 1 στιχ. β' της Οδηγίας 2013/34/ΕΕ, στο οποίο μεταφέρθηκε σχεδόν verbatim η διάτα-

ζεται στο άρθρο 152 παρ. 1 του Ν. 4548/2018⁵⁶, από την έναρξη ισχύς του οποίου καταργήθηκε, μεταξύ άλλων, η σχετική διάταξη του κ.ν. 2190/1920⁵⁷.

Τέλος, δέον να επισημανθεί ότι οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης αποτελούν ένα συνδυασμό κανόνων ήπιου και θετικού δικαίου⁵⁸. Παρά μία διαφαινόμενη τάση σταδιακά αυξανόμενης θέσπισης κανόνων θετικού δικαίου⁵⁹, παραδοσιακά, οι κανόνες της εταιρικής διακυβέρνησης εξακολουθούν να εμπεριέχονται κατά κύριο λόγο σε κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης, δηλαδή κανόνες ήπιου δικαίου. Στις περιπτώσεις

που ορισμένες μόνο από τις θεματικές εταιρικής διακυβέρνησης ρυθμίζονται νομοθετικά ή όταν έχουν θεσπιστεί μεν νομοθετικοί κανόνες για την εταιρική διακυβέρνηση, πλην όμως υπάρχει πεδίο συμπλήρωσης ή εξειδίκευσής τους με την παράλληλη εφαρμογή κωδίκων, η αρχή «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» τυγχάνει εφαρμογής επί των θεμάτων που ρυθμίζονται μέσω των κωδίκων αυτών⁶⁰. Πιο διεξοδικοί τείνουν να είναι οι κανόνες θετικού δικαίου αναφορικά με την εταιρική διακυβέρνηση που αφορούν τα πιστωτικά ιδρύματα, τις επιχειρήσεις επενδύσεων, καθώς και τις (αντ)ασφαλιστικές επιχειρήσεις ώστε να μην καταλείπεται χώρος για τη συμπλήρωση ή εξειδίκευσή τους μέσω κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης και του σύμφυτου μηχανισμού «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»⁶¹. Η θέσπιση ειδικού νομοθετικού πλαισίου για τις κατηγορίες αυτές επιχειρήσεων μετά τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση (2007-2009) συνέχεται κατά κύριο λόγο με τις ιδιαιτερότητες της λειτουργίας τους

ξη του άρθ. 1 παρ. 7 της Οδηγίας 2006/46/EK, ενσωματώθηκε στο νέο άρθρο 43ββ του κ.ν. 2190/1920 μέσω του άρθρου 2 του Ν. 4403/2016 για την προσαρμογή της ελληνικής νομοθεσίας στις διατάξεις των άρθρων 19, 20, 29, 30, 33, 35, 40 έως 46 της Οδηγίας 2013/34/ΕΕ σχετικά με «τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις και συναφείς εκθέσεις επιχειρήσεων ορισμένων μορφών, την τροποποίηση της Οδηγίας 2006/43/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και την κατάργηση των Οδηγιών 78/660/ΕΟΚ και 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου» (Ε.Ε. L 189 της 29ης Ιουνίου 2013) και στις διατάξεις της Οδηγίας 2014/95/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (Ε.Ε. L 330/1 της 15ης Νοεμβρίου 2014) «για την τροποποίηση της Οδηγίας 2013/34/ΕΕ όσον αφορά τη δημοσιοποίηση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών και πληροφοριών για την πολυμορφία από ορισμένες μεγάλες επιχειρήσεις και ομίλους» και άλλες διατάξεις αρμοδιότητας Υπουργείου Οικονομίας, Ανάπτυξης και Τουρισμού.

56. Ν. 4548/2018 για την αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών (Νέος νόμος περί Ανωνύμων Εταιριών).

57. *ibid* άρθ. 190.

58. Βλ. ενδεικτικά Ε. Περάκης, 'Γενική εισαγωγή στο δίκαιο της Α.Ε.' σε Ε. Περάκης (επιμ), *Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας*, Τόμος πρώτος, β' εκδ., 2002, 46· Γ. Μιχαλόπουλος (η 4) 392· Λ. Αθανασίου, 'Εισαγωγή μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. εισηγμένων εταιριών: Υποχρεώσεις και ευθύνη' [2003] ΕΕμπΔ 288, 293· Ul. Mörth, *Soft Law in Governance and Regulation* (Edward Elgar Publishing 2004)· Kl. Hopt (η 15) 16· Al. Autenne, 'Belgium: The legal system of corporate governance' in A. Fleckner and Kl. Hopt (eds), *Comparative Corporate Governance: A Functional and International Analysis* (Cambridge University Press 2013) 312-3· P. - H. Conac, 'France: The permanent reform of corporate governance' in A. Fleckner and Kl. Hopt (eds), *Comparative Corporate Governance: A Functional and International Analysis* (Cambridge University Press 2013) 446· Χρ. Τσενέ (η 3) 532-4.

59. Η τάση αυτή αποδίδεται κατεξοχήν στη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση 2007-2009, η οποία ανέδειξε την ανάγκη για ρυθμιστική παρέμβαση και θέσπιση νομοθετικών κανόνων για την εταιρική διακυβέρνηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

60. Χρ. Λιβαδά, *Εποπτεία της εταιρίας μέσω των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στο πλαίσιο της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»* (η 7) 295. Στην κατηγορία αυτή της συνδυαστικής επενέργειας κανόνων ήπιου και θετικού δικαίου στη διακυβέρνηση των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών εντάσσεται και το ελληνικό δίκαιο όπου αφενός ισχύει ο Ν. 4706/2020, ο οποίος αντικατέστησε τον ισχύοντα για 18 ολόκληρα χρόνια Ν. 3016/2002 και οι διατάξεις του οποίου αποτελούν θετικό δίκαιο, αφετέρου οι εταιρίες αυτές εφαρμόζουν επίσης κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης, όπως ο κώδικας του Ελληνικού Συμβουλίου Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΣΕΔ). Σύμφωνα μάλιστα με το άρθ. 17 του νέου Ν. 4706/2020 οι εν λόγω εταιρίες είναι υποχρεωμένες πλέον να υιοθετούν και να εφαρμόζουν έναν κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, επί τη βάση βέβαια της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση». Για τον Ν. 4706/2020, βλ. Στ. Δρίτσας, 'Ν. 7706/2020: Το νέο νομικό πλαίσιο για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα' [2020] ΔΕΕ 930.

61. Βλ. ιδίως για τα πιστωτικά ιδρύματα, Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου 2013/36/ΕΕ της 26^{ης} Ιουνίου 2013 σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων, την τροποποίηση της οδηγίας 2002/87/ΕΚ και την κατάργηση των οδηγιών 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ [2013] ΟJ L176/338· για τις (αντ)ασφαλιστικές επιχειρήσεις, Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου 2009/138/ΕΚ της 25^{ης} Νοεμβρίου 2009 σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριοτήτων ασφάλισης και αντασφάλισης [2009] ΟJ L335/1 (Φερεγγυότητα ΙΙ)· για τις επιχειρήσεις επενδύσεων, Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου 2019/2034 της 27^{ης} Νοεμβρίου 2019 σχετικά με την προληπτική εποπτεία επιχειρήσεων επενδύσεων και την τροποποίηση των οδηγιών 2002/87/ΕΚ, 2009/65/ΕΚ, 2011/61/ΕΕ, 2013/36/ΕΕ, 2014/59/ΕΕ και 2014/65/ΕΕ [2019] ΟJ L314/64.

και την ανάγκη διασφάλισης αφενός, πέραν των μετόχων, των καταθετών και των ομολογιούχων δανειστών στην περίπτωση των πιστωτικών ιδρυμάτων⁶², και αφετέρου της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, ενόψει των συστημικών κινδύνων που μπορούν να προκαλέσουν⁶³. Αναφορικά δε με το ειδικό αυτό νομοθετικό πλαίσιο που ισχύει για τις επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα, αξίζει να σημειωθεί περαιτέρω ότι η αρχή «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» τυγχάνει εφαρμογής, αν όχι στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης, στο πλαίσιο των κατευθυντήριων γραμμών που εκδίδουν οι Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοοικονομικής Εποπτείας κατ' εξουσιοδότηση των δευτερογενών αυτών ενωσιακών νομοθετημάτων, και για τις οποίες θα γίνει λόγος κατωτέρω.

ii. «Comply or explain» & χρηματοοικονομική εποπτεία

Η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (EAT/EBA), η Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (ΕΑΑΕΣ/ΕΙΟΡΑ), καθώς και η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ/ΕΣΜΑ), αποτελούν τις τρεις ευρωπαϊκές Αρχές εποπτείας (European Supervisory Authorities ή ESAs) του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοοικονομικής Εποπτείας (ΕΣΧΕ/ΕΣΦΣ), οι οποίες συστάθηκαν το 2010⁶⁴ με τους Κα-

νονισμούς 1093/2010⁶⁵, 1094/2010⁶⁶ και 1095/2010⁶⁷ αντίστοιχα και επιφορτίστηκαν με το έργο της εξασφάλισης αποτελεσματικού και συνεκτικού επιπέδου προληπτικής ρύθμισης και εποπτείας στο σύνολο του ευρωπαϊκού χρηματοοικονομικού τομέα. Οι εν λόγω Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές ενεργούν στο πλαίσιο των εξουσιών που τους εκχωρούνται από τους ως άνω ιδρυτικούς Κανονισμούς τους, με βασική αρμοδιότητά τους την έκδοση, μεταξύ άλλων, κατευθυντήριων γραμμών και συστάσεων⁶⁸, καταρχήν προς τις εθνικές εποπτικές αρχές⁶⁹ και, εμμέσως, προς τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα⁷⁰, στην αποτελεσματική εποπτεία των οποίων κατατείνουν⁷¹.

Αναφορικά με τη νομική φύση των κατευθυντήριων αυτών γραμμών, οι οποίες αποσκοπούν αφενός στη βελτίωση των εποπτικών πρακτικών και αφετέρου στην εξασφάλιση της κοινής και ομοιόμορφης εφαρ-

στήματος χρηματοπιστωτικής εποπτείας με τη μορφή αποκεντρωμένου δικτύου.

62. Για τις ιδιαιτερότητες των πιστωτικών ιδρυμάτων σε σχέση με τις λοιπές επιχειρήσεις, οι οποίες ιδιαιτερότητες επιδρούν και στην εταιρική τους διακυβέρνηση, βλ. ενδεικτικά P. Mülberr, 'Corporate Governance of Banks' (2009) 10 European Business Organization Law Review 411, 420-1· Χρ. Γκόρτσο, *Εισαγωγή στο διεθνές χρηματοπιστωτικό δίκαιο*, 2011, 21· Ν. Ρόκα και Χρ. Γκόρτσο, *Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου: Δημόσιο και Ιδιωτικό Τραπεζικό Δίκαιο*, 2012, 5, 139-45, 162-3· St. Bainbridge, *Corporate Governance after the Financial Crisis* (Oxford University Press 2012) 11· Π. Αλεξάκης και Φ. Καλφάογλου, *Το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών*, 2019, 103, 110.
63. Ι. Ρόκας, *Δίκαιο Ιδιωτικής Ασφάλισης Μέρος II: Η Επιχειρήση*, 2021, 426-7, όπου και προσδιορίζεται, επιπλέον, ο τρόπος με τον οποίο οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις μπορούν να θέσουν σε κίνδυνο την σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, ο οποίος τρόπος διαφέρει από τους κινδύνους που ενέχουν τα τραπεζικά ιδρύματα για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα.
64. Οι τρεις αυτές Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές δημιουργήθηκαν στη βάση της έκθεσης που εκπονήθηκε από ομάδα υψηλού επιπέδου υπό την προεδρία του κ. J. de Larosière, από τον οποίο και έμεινε γνωστή η έκθεση αυτή ως «έκθεση de Larosière», στα πλαίσια της οποίας προτάθηκε το 2009 η δημιουργία ενός ευρωπαϊκού συ-

- στήματος χρηματοπιστωτικής εποπτείας με τη μορφή αποκεντρωμένου δικτύου.
65. Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου 1093/2010 της 24^{ης} Νοεμβρίου 2010 σχετικά με τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών), την τροποποίηση της απόφασης αριθ. 716/2009/ΕΚ και την κατάργηση της απόφασης 2009/78/ΕΚ της Επιτροπής [2010] OJ L331/12 (Κανονισμός ΕΒΑ).
66. Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου 1094/2010 της 24^{ης} Νοεμβρίου 2010 σχετικά με τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων), την τροποποίηση της απόφασης αριθ. 716/2009/ΕΚ και την κατάργηση της απόφασης 2009/79/ΕΚ της Επιτροπής [2010] OJ L331/48 (Κανονισμός ΕΙΟΡΑ).
67. Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου 1095/2010 της 24^{ης} Νοεμβρίου 2010 σχετικά με τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών), την τροποποίηση της απόφασης αριθ. 716/2009/ΕΚ και την κατάργηση της απόφασης 2009/77/ΕΚ της Επιτροπής [2010] OJ L331/84 (Κανονισμός ΕΣΜΑ).
68. Κανονισμός ΕΒΑ άρθ. 8 παρ. 2 στιχ. γ'. Κανονισμός ΕΙΟΡΑ άρθ. 8 παρ. 2 στιχ. γ'. Κανονισμός ΕΣΜΑ άρθ. 8 παρ. 2 στιχ. γ'.
69. Τις ελληνικές εποπτικές αρχές αποτελούν η Τράπεζα της Ελλάδος, στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (ΕΒΑ) και της Ευρωπαϊκής Αρχής Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (ΕΙΟΡΑ), και η Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΣΜΑ).
70. Βλ. Κανονισμός ΕΒΑ άρθ. 16 παρ. 1· Κανονισμός ΕΙΟΡΑ άρθ. 16 παρ. 1· Κανονισμός ΕΣΜΑ άρθ. 16 παρ. 1.
71. Ι. Ρόκας (n 63) 155.

μογής του ενωσιακού δικαίου⁷², στο μέτρο που δεν εμπεριέχουν υποχρεωτικό κανόνα δικαίου, είναι καταρχήν ορθή η παραδοχή ότι αποτελούν ήπιο δικαίω⁷³. Ειδικότερα, οι κατευθυντήριες γραμμές δεν περιλαμβάνονται στις νομικές πράξεις⁷⁴ που δύνανται να εκδίδουν τα όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τα είδη των οποίων προβλέπονται ρητά στο άρθρο 288 της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΣΛΕΕ)⁷⁵. Σύμφωνα άλλωστε με τη διάταξη του άρθρου 291 παρ. 1 ΣΛΕΕ, μόνο οι νομικά δεσμευτικές πράξεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης συνεπάγονται την υποχρέωση των κρατών μελών να συμμορφωθούν μέσω της θέσπισης όλων των αναγκαίων μέτρων εσωτερικού δικαίου. Σημειώνεται ότι οι Συνθήκες της Ευρωπαϊκής Ένωσης δεν παρέχουν καμία μορφή νομικά δεσμευτικής ισχύος σε ενωσιακούς κανόνες ήπιου δικαίου, ενώ επισημαίνεται το αυτονόητο, ότι δηλαδή οι ίδιοι οι κανόνες αυτοί εξ ορισμού δεν δύνανται από μόνοι τους να δημιουργήσουν δικαιώματα ή να θεσπίσουν υποχρεώσεις⁷⁶.

Δεδομένου, συνεπώς, του εγγενούς ελαστικού χαρακτήρα των κανόνων ήπιου δικαίου, καθίσταται καταρχήν αβέβαιο το σε ποιο βαθμό οι πράξεις και τα εργαλεία ήπιου δικαίου αποτελούν επαρκή και κατάλληλα μέσα για την υλοποίηση των ρυθμιστικών στόχων που επιδιώκουν. Με άλλα λόγια, η έλλειψη εγγενούς νομικά δεσμευτικής ισχύος ενέχει τον κίνδυνο ότι θα αποδυνάμωνε την αποτελεσματικότητα των κατευθυντήριων γραμμών ως μεθοδολογικών εργαλείων καθιέρωσης ποιοτικά αναβαθμισμένων εποπτικών πρακτικών και εξασφάλισης της κοινής και ομοι-

όμορφης εφαρμογής του ενωσιακού δικαίου⁷⁷ και θα επέτεινε την ανασφάλεια δικαίου⁷⁸. Επομένως, στο μέτρο που οι αποδέκτες τους πρέπει να είναι τουλάχιστον πρόθυμοι να τις εφαρμόσουν, ανακύπτει η προβληματική του εάν οι πράξεις ήπιου δικαίου των οργάνων (*agencies*) της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αν και ευέλικτα μέσα σύγκλισης, ασκούν αρκετή πίεση στα κράτη μέλη και τους λοιπούς πιθανούς αποδέκτες τους για την εφαρμογή και επιβολή τους⁷⁹.

Ως προς τις κατευθυντήριες γραμμές που εκδίδουν οι τρεις Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές, συγκεκριμένα, η απάντηση στην ανωτέρω προβληματική έχει δοθεί σε μεγάλο βαθμό μέσω της κατοχύρωσης του μηχανισμού «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» ως του τρόπου με τον οποίο γίνεται ο έλεγχος της συμμόρφωσης των αρμόδιων εθνικών αρχών (ή και των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων), προς τις οποίες απευθύνονται οι τρεις Αρχές με τις κατευθυντήριες γραμμές τους. Ειδικότερα, όπως ορίζεται στην παρ. 3 του άρθρου 16 των Κανονισμών EBA, EIOPA και ESMA, οι ως άνω αποδέκτες οφείλουν καταρχήν να καταβάλλουν κάθε δυνατή προσπάθεια για τη συμμόρφωση προς τις κατευθυντήριες γραμμές και συστάσεις⁸⁰. Σύμφωνα με τις διατάξεις της ίδιας παραγράφου, αν δεν συμμορφωθούν ή δεν προτίθενται να συμμορφωθούν θα πρέπει να ενημερώσουν την σχετική κάθε φορά ευρωπαϊκή Αρχή εποπτείας, εκθέτοντας τους λόγους της μη συμμόρφωσης⁸¹ (*comply or explain principle*). Το γεγονός αυτό της μη συμμόρφωσης ή ύπαρξης πρόθεσης μη συμμόρφωσης δημοσιοποιείται από την εποπτική Αρχή, ενώ, κατά περίπτωση, μπορεί να κριθεί σκόπιμη και η δημοσίευση των παρασχεθέντων από τον αποδέκτη σχετικών λόγων⁸². Η εν λόγω δημοσίευση

72. Βλ. Κανονισμός EBA άρθ. 16 παρ. 1· Κανονισμός EIOPA άρθ. 16 παρ. 1· Κανονισμός ESMA άρθ. 16 παρ. 1.

73. Ι. Ρόκας (n 63) 153.

74. Ο όρος «νομικές πράξεις» περιλαμβάνει όλα τα νομικά εργαλεία που χρησιμοποιεί η Ευρωπαϊκή Ένωση για την άσκηση των αρμοδιοτήτων της, όπως αυτά απαριθμούνται στο άρθρο 288 ΣΛΕΕ, και είναι σαφώς ευρύτερος του όρου «νομοθετικές πράξεις», ο οποίος αναφέρεται στις νομικές πράξεις που εκδίδονται με συγκεκριμένη νομοθετική διαδικασία. Βλ. ΣΛΕΕ άρθ. 289 παρ. 3.

75. Το άρθ. 288 ΣΛΕΕ προσδιορίζει ποιες είναι οι νομικές πράξεις που εκδίδουν τα θεσμικά όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ήτοι Κανονισμοί, Οδηγίες, Αποφάσεις, Συστάσεις και Γνώμες, καθώς και ποια είναι η δεσμευτικότητα τους.

76. M. van Rijbergen, 'On the Enforceability of EU Agencies' Soft Law at the National Level: The Case of the European Securities and Markets Authority' (2014) 10(5) Utrecht Law Review 116, 117.

77. Βλ. Κανονισμός EBA άρθ. 16 παρ. 1· Κανονισμός EIOPA άρθ. 16 παρ. 1· Κανονισμός ESMA άρθ. 16 παρ. 1.

78. M. van Rijbergen (n 76) 117.

79. L. Senden, *Soft Law in European Community Law* (Hart Publishing 2004) 26-7.

80. Κανονισμός EBA άρθ. 16 παρ. 3 εδ. α'· Κανονισμός EIOPA άρθ. 16 παρ. 3 εδ. α'· Κανονισμός ESMA άρθ. 16 παρ. 3 εδ. α'. Από την αντιπαραβολή της διατύπωσης των διατάξεων αυτών με τη διατύπωση του άρθ. 291 παρ. 1 ΣΛΕΕ, σύμφωνα με το οποίο τα κράτη μέλη οφείλουν να λαμβάνουν όλα τα αναγκαία μέτρα εθνικού δικαίου για τη εφαρμογή των νομικά δεσμευτικών πράξεων, αναδεικνύεται η διαφορά μεταξύ των νομικά δεσμευτικών πράξεων της Ευρωπαϊκής Ένωσης και των κατευθυντήριων γραμμών.

81. Κανονισμός EBA άρθ. 16 παρ. 3 εδ. β'· Κανονισμός EIOPA άρθ. 16 παρ. 3 εδ. β'· Κανονισμός ESMA άρθ. 16 παρ. 3 εδ. β'.

82. Κανονισμός EBA άρθ. 16 παρ. 3 εδ. γ'· Κανονισμός EIOPA άρθ. 16 παρ. 3 εδ. γ'· Κανονισμός ESMA άρθ. 16 παρ. 3 εδ. γ'.

πραγματοποιείται με τη μορφή πινάκων συμμόρφωσης (*guidelines compliance tables*), οι οποίοι έπονται της έκδοσης κάθε κατευθυντήριας γραμμής ή σύστασης και δημοσιεύονται στον ιστότοπο κάθε εποπτικής Αρχής⁸³. Οι πίνακες αυτοί αναφέρουν ρητά ποιες εθνικές αρμόδιες αρχές ποιων κρατών μελών συμμορφώνονται ή όχι, ή προτίθενται να συμμορφωθούν ή όχι, με τις κατευθυντήριες γραμμές, αναγράφοντας ένα «Ναι» ή «Προτίθεται να συμμορφωθεί» με πράσινο χρώμα ή ένα «Όχι» με κόκκινο χρώμα αντίστοιχα⁸⁴.

Η ως άνω υποχρεωτική, κατά τους ιδρυτικούς Κανονισμούς, αναγραφή των κρατών μελών που δεν υιοθετούν τις κατευθυντήριες γραμμές, καθώς και το λεγόμενο «πολιτικό κόστος» που η αναγραφή αυτή συνεπάγεται, λειτουργούν ως εχέγγυα για τη συμμόρφωση με αυτές. Άλλωστε σύμφωνα με τα οριζόμενα στους ίδιους τους Κανονισμούς, η δυνατότητα της εποπτικής Αρχής να δημοσιοποιεί τους λόγους μη συμμόρφωσης δικαιολογείται στη βάση της εξασφάλισης διαφάνειας και της ενίσχυσης της συμμόρφωσης των εθνικών εποπτικών αρχών με τις εκάστοτε κατευθυντήριες γραμμές και συστάσεις⁸⁵. Συνάγεται ότι οι κατευθυντήριες γραμμές που εκδίδουν οι τρεις Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές, αν και πράξεις ήπιου δικαίου, εν τέλει, φαίνεται να μην είναι και τόσο «ήπιες». Υποστηρίζεται σχετικώς ότι εντάσσονται σε μία κατηγορία πράξεων που χαρακτηρίζονται ως «ημι-νομικές» (*quasi-legal*), οι οποίες, τουλάχιστον στην περίπτωση των κατευθυντήριων γραμμών, γεννούν «ασθενή» ή έμμεση ή κατ' αποτέλεσμα δέσμευση⁸⁶.

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμη η αντιπαραβολή του μηχανισμού «comply or explain» αφενός όπως καθιερώθηκε αρχικώς στην Οδηγία 2006/46/EK και μεταγενέστερα στην Οδηγία 2013/34/EE στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης και αφετέρου με τη μορφή με την οποία υιοθετήθηκε στους Κανονισμούς 1093/2010, 1094/2010 και 1095/2010 στο πεδίο της χρηματοοικονομικής εποπτείας. Από τη σχετική σύγκριση διαφαίνονται ορισμένες, εκ πρώτης όψεως,

ανεπαίσθητες διαφορές αναφορικά με τη λειτουργία και τον σκοπό που εξυπηρετεί ο θεσμός στην κάθε περίπτωση, οι οποίες και παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον. Υπενθυμίζεται εδώ ότι εξ ορισμού η συμμόρφωση με την αρχή «comply or explain», βασικό πλεονέκτημα της οποίας αποτελεί η ευελιξία που διασφαλίζει στον αποδέκτη του κανόνα ήπιου δικαίου, επιτυγχάνεται τόσο μέσω της συμμόρφωσης με τον κανόνα αυτό, όσο και μέσω της εύλογης και επαρκούς αιτιολόγησης τυχών παρέκκλισης από αυτόν⁸⁷. Υπό το πρίσμα αυτό, η υποχρεωτική γνωστοποίηση του γεγονότος της απόκλισης, καθώς και των λόγων αυτής, στο πλαίσιο της αρχής της διαφάνειας, αποσκοπεί στην εξασφάλιση της ορθής και αποτελεσματικής εφαρμογής της αρχής και όχι απαραίτητως στην διασφάλιση της συμμόρφωσης του αποδέκτη με τον κανόνα.

Διαφέρει ως προς τα ως άνω χαρακτηριστικά η αρχή «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» όπως αποτυπώνεται στους Κανονισμούς EBA, EIOPA και ESMA και εφαρμόζεται στο πεδίο της χρηματοοικονομικής εποπτείας. Συγκεκριμένα, φαίνεται να προσδίδεται δυσανάλογα μεγαλύτερη βαρύτητα στο κομμάτι της «συμμόρφωσης» σε σχέση με αυτό της «αιτιολόγησης», με το τελευταίο φαινομενικά να εξομοιώνεται με επικριτέα μη συμμόρφωση. Στο συμπέρασμα αυτό συνηγορεί καταρχήν η πρακτική της κατηγοριοποίησης των κρατών μελών και των σχετικών εθνικών αρμόδιων αρχών σε κόκκινα ή πράσινα, στο πλαίσιο των πινάκων συμμόρφωσης (*guidelines compliance tables*) που δημοσιοποιούν στον ιστότοπό τους οι εποπτικές Αρχές. Η πρακτική αυτή υποδεικνύει ότι ο μηχανισμός «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση», όπως αποτυπώνεται στο άρθρο 16 παρ. 3 των ως άνω Κανονισμών, ενέχει στοιχεία της λεγόμενης πρακτικής της «κατονομασίας και διαπόμπευσης» (*naming and shaming*), ή άλλως «μαύρης λίστας», μέσω της οποίας και ασκείται πίεση στους αποδέκτες των πράξεων αυτών ήπιου δικαίου προς την κατεύθυνση της εφαρμογής τους⁸⁸. Σημειωτέον μάλιστα ότι με κόκκινο χρώμα επισημαίνονται όχι μόνο τα κράτη μέλη, οι αρμόδιες αρχές των οποίων δεν συμμορφώθηκαν καθόλου ή εξέφρασαν την πρόθεσή τους να μην συμμορφωθούν, ακόμη και επαρκώς αιτιολογημένα, με τις κατευθυντήριες γραμμές, αλλά και εκείνα των οποίων οι εθνικές αρμόδιες αρχές αποκλίνουν αιτιολογημένα από ορισμένες μόνο επιμέρους διατάξεις αυτών. Περαιτέρω, σύμφωνα με το άρθρο 16 των ως άνω ιδρυτικών Κανονισμών, αφενός

83. Βλ. ενδεικτικά European Securities and Markets Authority, 'Compliance Table' <<https://www.esma.europa.eu/document-types/compliance-table>> accessed 30 July 2021.

84. Σημειωτέον ότι η EIOPA δεν ακολουθεί ως προς τους πίνακες συμμόρφωσής της την πρακτική αυτή της χρωματικής επισήμανσης των κρατών μελών, παρά μόνο στις περιπτώσεις των κοινών (για τις τρεις Αρχές) πινάκων συμμόρφωσης (*joint compliance tables*).

85. Κανονισμός EBA αιτιολογική σκέψη 26· Κανονισμός EIOPA αιτιολογική σκέψη 26· Κανονισμός ESMA αιτιολογική σκέψη 26.

86. Ι. Ρόκας (n 63) 153.

87. Χρ. Λιβαδά, *Εποπτεία της εταιρίας μέσω των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στο πλαίσιο της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»* (n 7) 299.

88. M. van Rijsbergen (n 76) 124.

οι αρμόδιες εθνικές αρχές ή και τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα καταβάλλουν κάθε δυνατή προσπάθεια για τη συμμόρφωση προς τις κατευθυντήριες γραμμές και συστάσεις⁸⁹, αφετέρου οι ευρωπαϊκές Αρχές εποπτείας, με έκθεσή τους προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο και την Επιτροπή, αναφέρουν τις αρμόδιες εθνικές αρχές που δεν συμμορφώθηκαν, παραθέτοντας τον τρόπο με τον οποίο προτίθενται οι Αρχές να εξασφαλίσουν τη συμμόρφωση των εν λόγω εθνικών αρχών στο μέλλον⁹⁰. Δεδομένης της φύσης των κατευθυντήριων γραμμών ως κανόνων ήπιου δικαίου⁹¹, καθώς και της έννοιας της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση», είναι τουλάχιστον παράδοξο, αν όχι αντιφατικό, να δηλώνουν οι εποπτικές Αρχές με ποιόν τρόπο θα διασφαλίσουν τη μελλοντική συμμόρφωση των αποδεκτών των κανόνων αυτών. Από τη διατύπωση και το περιεχόμενο των ως άνω διατάξεων, σε συνδυασμό με τις πρακτικές των ευρωπαϊκών εποπτικών Αρχών στις περιπτώσεις, ακόμη και επαρκώς αιτιολογημένης, μη συμμόρφωσης, καθίσταται σαφές ότι στο πεδίο της χρηματοοικονομικής εποπτείας σημειώνεται ουσιαστικά μία καταφανής αποδυνάμωση/απαξίωση του ρόλου και της αξίας της «αιτιολόγησης» στο πλαίσιο του μηχανισμού «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση», ενώ παραβλέπεται το βασικό πλεονέκτημα της αρχής, ήτοι η ευελιξία που παρέχει. Με άλλα λόγια, η «συμμόρφωση» φαίνεται να ανάγεται σε αυτοσκοπό της αρχής. Η πρακτική αυτή θα μπορούσε να αποδοθεί ενδεχομένως στην επιδίωξη επίτευξης της μέγιστης δυνατής εναρμόνισης των εποπτικών πρακτικών των εθνικών εποπτικών αρχών και των κανόνων για τους συμμετέχοντες στις χρηματοοικονομικές αγορές σε ολόκληρη την Ένωση⁹².

iii. «Comply or explain» & δημοσιοποίηση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών

Η νομοθετική καθιέρωση της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» εντοπίζεται στο ευρωπαϊκό δίκαιο και στο πλαίσιο της δημοσιοποίησης μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών, πληροφοριών δηλαδή που αφορούν τη βιωσιμότητα και σχετίζονται με θέματα περιβάλλοντος, κοινωνικά θέματα, καθώς και θέματα

διακυβέρνησης (*ESG⁹³ Reporting*). Συγκεκριμένα, η αρχή υιοθετήθηκε για πρώτη φορά στο ως άνω πεδίο με την Οδηγία 2014/95/ΕΕ⁹⁴ με την οποία προστέθηκε το άρθρο 19α στην Οδηγία 2013/34/ΕΕ⁹⁵, το οποίο ορίζει ότι οι «μεγάλες» εταιρίες, με μέσο αριθμό εργαζομένων άνω των 500⁹⁶, οφείλουν να περιλαμβάνουν στην ετήσια έκθεση διαχείρισής τους μία μη χρηματοοικονομική κατάσταση, περιγράφοντας τις πολιτικές που εφαρμόζουν σε σχέση με περιβαλλοντικά, κοινωνικά και εργασιακά θέματα, τον σεβασμό των δικαιωμάτων του ανθρώπου, την καταπολέμηση της διαφθοράς και θέματα σχετικά με τη δωροδοκία. Άλλως, εάν μία εταιρία δεν εφαρμόζει συγκεκριμένη πολιτική σε έναν ή περισσότερες από τους ως άνω τομείς, οφείλει να παρέχει σαφή και αιτιολογημένη σχετική εξήγηση⁹⁷. Η ως άνω ρύθμιση επαναλαμβάνεται αυτούσια στο άρθρο 29α της Οδηγίας 2013/34/ΕΕ, το οποίο επίσης προστέθηκε με την Οδηγία 2014/95/ΕΕ, αναφορικά, στην περίπτωση αυτή, με τις οντότητες που αποτελούν μητρικές επιχειρήσεις μεγάλου ομίλου, ο οποίος υπερβαίνει τον μέσο αριθμό των 500 εργαζομένων⁹⁸.

Στο ίδιο πνεύμα κινείται και ο πρόσφατος Κανονισμός 2019/2088⁹⁹ περί γνωστοποιήσεων αειφορίας στον

89. Κανονισμός ΕΒΑ άρθ. 16 παρ. 3 εδ. α΄· Κανονισμός ΕΙΟΠΑ άρθ. 16 παρ. 3 εδ. α΄· Κανονισμός ΕΣΜΑ άρθ. 16 παρ. 3 εδ. α΄.

90. Κανονισμός ΕΒΑ άρθ. 16 παρ. 3 εδ. γ΄· Κανονισμός ΕΙΟΠΑ άρθ. 16 παρ. 3 εδ. γ΄· Κανονισμός ΕΣΜΑ άρθ. 16 παρ. 3 εδ. γ΄.

91. Βλ. Ι. Ρόκας (η 63) 153.

92. Βλ. Κανονισμός ΕΒΑ αιτιολογική σκέψη 9· Κανονισμός ΕΙΟΠΑ αιτιολογική σκέψη 8· Κανονισμός ΕΣΜΑ αιτιολογική σκέψη 9.

93. Ακρωνύμιο των λέξεων «Environmental, Social and Governance».

94. Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου 2014/95/ΕΕ για την τροποποίηση της οδηγίας 2013/34/ΕΕ όσον αφορά τη δημοσιοποίηση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών και πληροφοριών για την πολυμορφία από ορισμένες μεγάλες επιχειρήσεις και ομίλους [2014] ΟJ L330/1 (Οδηγία 2014/95/ΕΕ).

95. Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου 2013/34/ΕΕ της 26^{ης} Ιουνίου 2013 σχετικά με τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, τις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις και συναφείς εκθέσεις επιχειρήσεων ορισμένων μορφών, την τροποποίηση της οδηγίας 2006/43/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και την κατάργηση των οδηγιών 78/660/ΕΟΚ και 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου [2013] ΟJ L182/19 (Οδηγία 2013/34/ΕΕ).

96. Η θέσπιση νέων απαιτήσεων δημοσιοποίησης μόνο για τις «μεγάλες» επιχειρήσεις αποδίδεται καταρχήν στην πρόθεση της Ευρωπαϊκής Ένωσης να μετριάσει το γραφειοκρατικό βάρος των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ), ενώ συνάδει με την αρχή «προτεραιότητα στις μικρές επιχειρήσεις» (“*think small first*” principle), η οποία κατοχυρώνεται στο «Small Business Act» για την Ευρώπη Βλ. European Council, ‘24 and 25 March 2011’ (Conclusions) CO EUR 6 CONCL 3, 4.

97. Οδηγία 2013/34/ΕΕ άρθ. 19α παρ. 1 εδ. β΄.

98. Οδηγία 2013/34/ΕΕ άρθ. 29α παρ. 1 εδ. β΄.

99. Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου 2019/2088 της 27^{ης} Νοεμβρίου 2019 περί γνω-

τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών¹⁰⁰. Συγκεκριμένα, όπως ορίζει το άρθρο 4 παρ. 1 του Κανονισμού, οι συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές¹⁰¹, όταν λαμβάνουν υπόψη τις κύριες δυσμενείς επιπτώσεις¹⁰² των επενδυτικών αποφάσεων στους παράγοντες αειφορίας¹⁰³, οφείλουν να δημοσιεύουν στους ιστοτόπους τους δήλωση σχετικά με τις πολιτικές δέουσας επιμέλειας που εφαρμόζουν σε σχέση με τις επιπτώσεις αυτές. Όταν, ωστόσο, δεν τις λαμβάνουν υπόψη, υποχρεούνται να δώσουν σαφή αιτιολογία και, κατά περίπτωση, πληροφορίες αναφορικά με το εάν και πότε προτίθενται να το πράξουν¹⁰⁴ (*comply*

or explain principle). Αντίστοιχα, οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι¹⁰⁵, σύμφωνα με την παρ. 5 του ίδιου άρθρου, δημοσιεύουν στους ιστοτόπους τους πληροφορίες σχετικά με το κατά πόσον λαμβάνουν υπόψη στις επενδυτικές ή ασφαλιστικές τους συμβουλές τις κύριες δυσμενείς επιπτώσεις στους παράγοντες αειφορίας ή, διαφορετικά, εάν οι επιπτώσεις αυτές δεν συνεκτιμώνται στο πλαίσιο των εν λόγω συμβουλών, οφείλουν να δημοσιεύσουν τους σχετικούς λόγους, καθώς και, κατά περίπτωση, πληροφορίες αναφορικά με το εάν και πότε προτίθενται να τις λάβουν υπόψη¹⁰⁶ (*comply or explain principle*).

Η δημοσίευση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών δεν αποτελεί εννοιολογική καινοτομία της Οδηγίας 2014/95/ΕΕ. Ήδη με το άρθρο 46 παρ. 1 της Οδηγίας 78/660/ΕΟΚ¹⁰⁷, το οποίο προστέθηκε με την Οδηγία 2003/51/ΕΚ¹⁰⁸ σχετικά με τους ετήσιους και τους ενοποιημένους λογαριασμούς εταιριών ορισμένων μορφών, ορίστηκε ότι στο βαθμό που απαιτείται για την κατανόηση της εξέλιξης της εταιρίας, των επιδόσεων της ή της θέσης της, η ετήσια έκθεση διαχείρισης περιλαμβάνει, όπου ενδείκνυται, και μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες, συμπεριλαμβανομένων πληροφοριών σχετικά με περιβαλλοντικά και εργασιακά θέματα¹⁰⁹. Ωστόσο, ελάχιστες εταιρίες υιοθέτησαν δεσμεύσεις για σχετική διαφάνεια ως αποτέλεσμα της εν λόγω ένδειξης¹¹⁰.

στοπορήσεων αειφορίας στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών [2019] OJ L317/1 (Κανονισμός 2019/2088).

100. Ο Κανονισμός 2019/2088, μαζί με τον Κανονισμό 2020/852 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 18^{ης} Ιουνίου 2020 σχετικά με τη θέσπιση πλαισίου για τη διευκόλυνση των βιώσιμων επενδύσεων και για την τροποποίηση του Κανονισμού 2019/2088, εντάσσονται σε μία ευρύτερη αναπτυξιακή στρατηγική της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η οποία αποσκοπεί στη μετατροπή της Ένωσης σε μία σύγχρονη, βιώσιμη, κλιματικά ουδέτερη, πιο αποδοτική ως προς την χρήση των πόρων και, άρα, μακροπρόθεσμα ανταγωνιστική, κυκλική οικονομία. Βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 'Σχέδιο Δράσης: Χρηματοδότηση της αειφόρου ανάπτυξης' (Ανακοίνωση) COM(2018) 97 τελικό.
101. Για τον ορισμό του όρου «συμμετέχων στις χρηματοπιστωτικές αγορές» για τους σκοπούς του Κανονισμού, βλ. Κανονισμός 2019/2088 άρθ. 2 στιχ. 1. Εν γένει, μία οντότητα που καλύπτεται από τον Κανονισμό θεωρείται συμμετέχων στις χρηματοπιστωτικές αγορές εάν αποτελεί δημιουργό χρηματοπιστωτικών προϊόντων, συμπεριλαμβανομένου της διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Βλ. Κανονισμός 2019/2088 αιτιολογική σκέψη 7.
102. Ως κύριες δυσμενείς επιπτώσεις θα πρέπει να νοούνται οι επιπτώσεις των επενδυτικών αποφάσεων και των συμβουλών που θίγουν τους παράγοντες αειφορίας, βλ. Κανονισμός 2019/2088 αιτιολογική σκέψη 20.
103. Ως «παράγοντες αειφορίας» ορίζονται για τους σκοπούς του Κανονισμού τα περιβαλλοντικά και κοινωνικά ζητήματα, ζητήματα προσωπικού, σεβασμού των ανθρωπίνων δικαιωμάτων και καταπολέμησης της διαφθοράς και της δωροδοκίας, βλ. Κανονισμός 2019/2088 άρθ. 2 στιχ. 24.
104. Κανονισμός 2019/2088 άρθ. 4 παρ. 1 στιχ. β'. Η αρχή «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» δεν τυγχάνει εφαρμογής για τους συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές που υπερβαίνουν τους 500 εργαζομένους, καθώς και για τους συμμετέχοντες στις χρηματοπιστωτικές αγορές που είναι μητρικές επιχειρήσεις μεγάλο ομίλου, οι οποίες υπερβαίνουν τους 500 εργαζομένους, καθόσον αυτοί υποχρεούνται να λαμβάνουν υπόψη τους τις κύριες δυσμενείς επιπτώσεις των επενδυτικών αποφάσεων στους παράγοντες αειφορίας και να δημοσιεύουν και να διατηρούν στους ιστοτόπους τους

δήλωση σχετικά με τις πολιτικές δέουσας επιμέλειας τους σε σχέση με τις επιπτώσεις αυτές. Βλ. Κανονισμός 2019/2088 άρθ. 4 παρ. 3-4.

105. Για τον ορισμό του όρου «χρηματοοικονομικός σύμβουλος» για τους σκοπούς του Κανονισμού, βλ. Κανονισμός 2019/2088 άρθ. 2 στιχ. 11. Εν γένει, μία οντότητα που καλύπτεται από τον Κανονισμό θεωρείται χρηματοοικονομικός σύμβουλος εάν παρέχει επενδυτικές ή ασφαλιστικές συμβουλές. Βλ. Κανονισμός 2019/2088 αιτιολογική σκέψη 7.
106. Κανονισμός 2019/2088 άρθ. 4 παρ. 5.
107. Τέταρτη Οδηγία του Συμβουλίου 78/660/ΕΟΚ της 25^{ης} Ιουλίου 1978 βασιζόμενη στο άρθρο 54 παράγραφος 3 περίπτωση ζ) της συνθήκης περί των ετήσιων λογαριασμών εταιριών ορισμένων μορφών [1978] OJ L222/11 (Οδηγία 78/660/ΕΟΚ).
108. Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου 2003/51/ΕΚ της 18^{ης} Ιουνίου 2003 για την τροποποίηση των οδηγιών του Συμβουλίου 78/660/ΕΟΚ, 83/349/ΕΟΚ, 86/635/ΕΟΚ και 91/674/ΕΟΚ σχετικά με τους ετήσιους και τους ενοποιημένους λογαριασμούς εταιριών ορισμένων μορφών, τραπεζών και άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και ασφαλιστικών επιχειρήσεων [2003] OJ L 178/16.
109. Οδηγία 78/660/ΕΟΚ άρθ. 46 παρ. 1 στιχ. β'.
110. Ομοίως, η αρχική διατύπωση του άρθ. 19 της Οδηγίας 2013/34/ΕΕ, η οποία κατήργησε την Οδηγία 78/660/

Η καινοτομία της Οδηγίας 2014/95/ΕΕ συνίσταται στην κατοχύρωση του μηχανισμού «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» ως μέσου/εργαλείου γνωστοποίησης μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών, πρακτική που μεταγενέστερα υιοθετήθηκε και από τον Κανονισμό 2019/2088. Η υποχρέωση δηλαδή που απορρέει από τις σχετικές ρυθμίσεις είναι καταρχήν υποχρέωση απλής γνωστοποίησης. Τόσο η Οδηγία όσο και ο Κανονισμός δεν επιβάλουν καμία άμεση/ευθεία απαίτηση στους αποδέκτες τους, αφενός για την υιοθέτηση σχετικών με τη βιωσιμότητα πολιτικών και διαδικασιών δέουσας επιμέλειας και αφετέρου για τη συνεκτίμηση των δυσμενών επιπτώσεων στη βιωσιμότητα, εκτός από τον όρο ότι όταν αυτοί δεν το πράττουν, οφείλουν να παράσχουν σχετικές σαφείς και αιτιολογημένες εξηγήσεις¹¹¹ (*comply or explain principle*). Ο μηχανισμός αυτός της «συμμόρφωσης ή αιτιολόγησης» εμπεριέχει στοιχεία θετικού δικαίου, δηλαδή νομικής δεσμευτικότητας, εξασφαλίζοντας, ωστόσο, ταυτόχρονα, στην περίπτωση αυτή, τη δυνατότητα των εταιριών για μεγαλύτερη ευελιξία δράσης¹¹², προκειμένου να ληφθεί υπόψη ο πολυδιάστατος χαρακτήρας της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, καθώς και η πολυμορφία των πολιτικών εταιρικής κοινωνικής ευθύνης που αυτές εφαρμόζουν. Όπως άλλωστε προκύπτει με σαφήνεια από το προοίμιο της Οδηγίας 2014/95/ΕΕ¹¹³, η εξασφάλιση της εν λόγω ευελιξίας δράσης των επιχειρήσεων αποτελούσε βασική επιδίωξή της.

Περαιτέρω, έχει υποστηριχτεί σχετικώς, ότι αυτή ακριβώς η ευελιξία που παρέχεται με το μηχανισμό «comply or explain» τον καθιστά ως το πλέον κατάλληλο εργαλείο για τη γνωστοποίηση σχετικών με τη βιωσιμότητα πληροφοριών, των οποίων η σημαντικότητα ενδέχεται να διαφέρει σε μεγάλο βαθμό μεταξύ των επιχειρήσεων, καθώς και των τομέων εντός των οποίων δραστηριοποιούνται, ενώ η κατανόηση των ESG παραγόντων και σχετικών κινδύνων πιθανότατα να εμβαθύνει με την πάροδο του χρόνου¹¹⁴. Υπό το πρίσμα αυτό, προάγεται και η υπευθυνότητα των συμμετεχόντων στις χρηματοπιστωτικές αγορές και των χρηματοοικονομικών συμβούλων, καθόσον, για να

ανταποκριθούν στις επιταγές της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση», θα πρέπει να αξιολογούν σε συνεχή βάση τις πιθανές αρνητικές επιπτώσεις των επενδυτικών αποφάσεων για τους παράγοντες αειφορίας, προκειμένου να κρίνουν κατά πόσο θα τις λάβουν υπόψη και, κατά συνέπεια, εάν θα «συμμορφωθούν» ή θα «αιτιολογήσουν».

Παράλληλα, μέσω του μηχανισμού «comply or explain», όπως αποτυπώνεται στις ως άνω διατάξεις της Οδηγίας 2014/95/ΕΕ και του Κανονισμού 2019/2088, ενισχύεται η διαφάνεια και η συγκρισιμότητα των σχετικών πληροφοριών μεταξύ των επιχειρήσεων και ανά επιχείρηση κατά την πάροδο του χρόνου, καθώς και σε επίπεδο χρηματοπιστωτικού προϊόντος, με αποτέλεσμα να δίνεται τόσο στους τελικούς επενδυτές και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη (*stakeholders*), όσο και στους πολίτες εύκολη πρόσβαση σε έγκαιρες, αξιόπιστες και συγκρίσιμες πληροφορίες σχετικά με τον αντίκτυπο των επιχειρήσεων και των χρηματοπιστωτικών προϊόντων στο περιβάλλον και την κοινωνία¹¹⁵. Δεδομένου μάλιστα ότι οι παράγοντες ESG ενδέχεται να σχετίζονται άμεσα με την αξία μιας επένδυσης¹¹⁶, είναι δηλαδή σημαντικοί από οικονομικής απόψεως¹¹⁷, οι ρυθμίσεις αυτές αφορούν πληροφορίες συναφείς με την επιχειρηματική δραστηριότητα, χρήσιμες για σκοπούς λήψης τεκμηριωμένων και περισσότερο υπεύθυνων (επενδυτικών) αποφάσεων από τους τελικούς επενδυτές¹¹⁸ και άλλους ενδιαφε-

ΕΟΚ, πριν την τροποποίησή της, περιείχε αντίστοιχη διάταξη, απαιτώντας την συμπερίληψη μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών στην ετήσια έκθεση διαχείρισης μόνο «όπου ενδείκνυται».

111. Βλ. Οδηγία 2013/34/ΕΕ άρθρ. 19α παρ. 1· Κανονισμός 2019/2088 άρθρ. 4 παρ. 1, 5.
112. V. Ho, “Comply or Explain” and the Future of Nonfinancial Reporting’ (2017) 21(2) *Lewis & Clark Review* 317, 343.
113. Οδηγία 2014/95/ΕΕ αιτιολογική σκέψη 3.
114. V. Ho, “Comply or Explain” and the Future of Nonfinancial Reporting’ (n 112) 343.

115. Οδηγία 2014/95/ΕΕ αιτιολογική σκέψη 3.

116. Για τους κινδύνους βιωσιμότητας, ήτοι τα γεγονότα ή περιστάσεις στον περιβαλλοντικό ή κοινωνικό τομέα ή στον τομέα της διακυβέρνησης που, εάν επέλθουν, θα μπορούσαν να έχουν σημαντικό αρνητικό αντίκτυπο στη χρηματοοικονομική απόδοση μιας επένδυσης, βλ. COM(2018) 97 τελικό (n 100) 4.

117. Βλ. ενδεικτικά G. Friede and T. Busch and Al. Bassen, ‘ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies’ (2015) 5(4) *Journal of Sustainable Finance & Investment* 210· V. Ho, ‘Risk-Related Activism: The Business Case for Monitoring Nonfinancial Risk’ (2016) 41 *The Journal of Corporation Law* 647, 665-68.

118. Ειδικά για τους επενδυτές, γίνεται δεκτό ότι η πρόσβασή τους σε μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες αποτελεί ένα βήμα προς την κατεύθυνση της επίτευξης του στόχου του αναπροσανατολισμού των ροών κεφαλαίων προς μια πιο βιώσιμη οικονομία μέσω της ύπαρξης κινήτρων της αγοράς (*market incentives*) και θεσμικών κινήτρων (*policy incentives*) τα οποία να επιβραβεύουν τις επιχειρηματικές επενδύσεις που επιλέγονται με κριτήριο αυτό της βιωσιμότητας. Βλ. Οδηγία 2014/95/ΕΕ αιτιολογική σκέψη 12· COM(2018) 97 τελικό (n 100).

ρόμενους¹¹⁹. Κατά συνέπεια, τα πρόσωπα αυτά είναι σε θέση να «επιβραβεύουν» ή να «τιμωρούν» τις σχετικές οντότητες επί τη βάση των πληροφοριών αυτών, γεγονός που συνιστά κίνητρο για τη συμμόρφωση των τελευταίων, ενόψει της έμμεσης πίεσης που ασκείται σε αυτές.

V. Αποτελεσματικότητα της αρχής και ποιότητα αιτιολογήσεων

Από το 2006 και την νομοθετική καθιέρωση για πρώτη φορά της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» στο ευρωπαϊκό δίκαιο, έχει πραγματοποιηθεί, τόσο σε επίπεδο ένωσης όσο και ανά κράτος μέλος, σημαντικός αριθμός εμπειρικών μελετών αναφορικά με την αποτελεσματικότητα της αρχής στην πράξη, η συντριπτική πλειοψηφία των οποίων περιορίζεται, ωστόσο, στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης¹²⁰. Οι εν λόγω μελέτες αποκάλυψαν σημαντικές δυσλειτουργίες στην εφαρμογή της αρχής, οι οποίες μειώνουν την αποτελεσματικότητα και περιορίζουν τη χρησιμότητα του μηχανισμού, ενώ κατέδειξαν την κεντρική προβληματική της, η οποία επικεντρώνεται στην ενίσχυση της διαφάνειας και της αποτελεσματικότητας κατά την παροχή των εξηγήσεων¹²¹.

Ειδικότερα, η απουσία από την πλειονότητα των προαναφερθεισών ενωσιακών διατάξεων, στις οποίες αποτυπώνεται η αρχή, κριτηρίων και απαιτήσεων που πρέπει να τηρούνται αναφορικά με την αιτιολόγηση των αποκλίσεων στο πλαίσιο εφαρμογής της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» οδήγησε στη διαπίστω-

ση σημαντικών ελλείψεων στις παρεχόμενες αιτιολογήσεις¹²². Ως τυπικό παράδειγμα φέρεται εκείνο της μελέτης που πραγματοποιήθηκε το 2009 για τις πρακτικές παρακολούθησης και επιβολής των κωδικών εταιρικής διακυβέρνησης των κρατών μελών επί τη βάση της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»¹²³, σε δείγμα 270 εταιριών από δέκα οκτώ (18) κράτη μέλη, η οποία υπέδειξε ότι μόλις το 39% των παρεχόμενων από τις εταιρίες εξηγήσεων¹²⁴ για τις αποκλίσεις τους από τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης που αποτελούσε το σημείο αναφοράς τους ήταν επαρκώς ποιοτικές¹²⁵. Αντίθετα, στο 61% των περιπτώσεων οι εταιρίες είτε δήλωναν απλώς ότι παρέκκλιναν, χωρίς, ωστόσο, να παρέχουν περαιτέρω εξηγήσεις, είτε έδιναν μία πολύ γενικής φύσεως εξήγηση¹²⁶.

Η εν λόγω προβληματική αποτέλεσε αντικείμενο συστηματικής ενασχόλησης τόσο σε ενωσιακό όσο και σε εθνικό επίπεδο¹²⁷, με την έκδοση της Σύστασης 2014/208/ΕΕ της Επιτροπής σχετικά με την ποιότητα της υποβολής εκθέσεων για την εταιρική διακυβέρνηση¹²⁸ να αποτελεί μία σημαντική εξέλιξη. Συγκεκριμένα, στο τμήμα III της εν λόγω Σύστασης, το οποίο αφορά την ποιότητα των εξηγήσεων σε περίπτωση απόκλισης μιας εταιρίας από τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, ορίζεται ότι οι εταιρίες οφείλουν αφενός μεν να δηλώνουν με σαφήνεια τις συγκεκριμένες διατάξεις του κώδικα από τις οποίες αποκλί-

119. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 'Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την τροποποίηση των οδηγιών 78/660/ΕΟΚ και 83/349/ΕΟΚ του Συμβουλίου όσον αφορά τη δημοσιοποίηση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών και πληροφοριών για την πολυμορφία από ορισμένες μεγάλες εταιρείες και ομίλους' (Πρόταση) COM(2013) 207 τελικό, 8.

120. Βλ. ενδεικτικά I. MacNeil and X. Li, "'Comply or Explain': Market Discipline and Non-Compliance with the Combined Code' (2006) 14 Corp Governance 486· Sr. Arcot and V. Bruno and A. Faure-Grimaud, 'Corporate Governance in the UK: Is the Comply or Explain Approach Working?' (2010) 30 Int'l Rev L & Econ 193· R. Abma and M. Olaerts, 'Is the Comply or Explain Principle a Suitable Mechanism for Corporate Governance Throughout the EU? The Dutch Experience (2012) 9 Eur Company L 286· S. and S. and Robers (n 14)· M. Nerantzidis, 'Measuring the Quality of the "Comply or Explain" Approach: Experience from the Implementation of the Greek Corporate Governance Code' (2015) 30 Managerial Auditing J 373· C. Rose, 'Firm Performance and Comply or Explain Disclosure in Corporate Governance' (2016) 34 Eur Mgmt J 202.

121. COM (2011) 164 τελικό (n 45) 22.

122. Χρ. Λιβαδά, *Εποπτεία της εταιρίας μέσω των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης στο πλαίσιο της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»* (n 7) 304.

123. RiskMetrics Group and others (n 53).

124. Για τους σκοπούς της μελέτης έγινε διάκριση των αιτιολογήσεων των αποκλίσεων, ανάλογα με το περιεχόμενο και το εύρος τους, σε πέντε κατηγορίες, ήτοι ανίσχυρες αιτιολογήσεις, γενικές αιτιολογήσεις, περιορισμένες αιτιολογήσεις, ειδικές αιτιολογήσεις και μεταβατικές αιτιολογήσεις, από τις οποίες μόνο οι τελευταίες δύο κατηγορίες, ειδικές και μεταβατικές αιτιολογήσεις, παρέχουν επαρκή και ποιοτική πληροφόρηση.

125. RiskMetrics Group and others (n 53) 126.

126. *ibid* 78επ.

127. Βλ. ενδεικτικά, COM (2011) 164 τελικό (n 45)· European Commission, 'Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies' (Communication) COM(2012) 740 final· Financial Reporting Council, 'What Constituted an Explanation under "Comply or Explain"? Report of Discussions Between Companies and Investors' (February 2012).

128. Σύσταση της Επιτροπής 2014/208/ΕΕ της 9ης Απριλίου 2014 σχετικά με την ποιότητα της υποβολής εκθέσεων σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση («συμμόρφωση ή αιτιολόγηση») [2014] OJ L109/43.

νουν και για κάθε απόκλιση ξεχωριστά να εξηγούν τον τρόπο με τον οποίο απέκλιναν και για ποιους λόγους, και αφετέρου να αναφέρουν με ποιόν τρόπο έλαβαν την απόφαση αυτή¹²⁹. Αν η απόκλιση έχει παροδικό χαρακτήρα, θα πρέπει, επιπλέον, να διευκρινίζουν πότε η εταιρία θα συμμορφωθεί με τη συγκεκριμένη διάταξη του κώδικα¹³⁰, ενώ αν αντί της συμμόρφωσης με ορισμένη διάταξη έχουν λάβει κάποιο άλλο εναλλακτικό μέτρο, θα πρέπει να το επισημαίνουν και να εξηγούν με ποιόν τρόπο επιτυγχάνεται με το μέτρο αυτό ο βασικός στόχος της διάταξης αυτής του κώδικα ή συνολικά του κώδικα ή να διευκρινίζουν με ποιόν τρόπο το μέτρο αυτό συμβάλλει στην ορθή διακυβέρνηση της εταιρίας¹³¹. Προκειμένου να ενισχυθεί η συγκρισιμότητα της παρεχόμενης πληροφόρησης, οι εταιρίες θα πρέπει να αναφέρονται επίσης σε βασικά χαρακτηριστικά τους, όπως λ.χ. το μέγεθος, τη δομή τους, το ιδιοκτησιακό καθεστώς τους και την οικονομική τους κατάσταση¹³². Αναφορικά δε με τον τρόπο παροχής των ως άνω πληροφοριών, έμφαση δίνεται στη διασφάλιση της δυνατότητας των μετόχων και επενδυτών εν γένει, αλλά και των λοιπών ενδιαφερόμενων αφενός να εντοπίζουν ευχερώς τα σημεία απόκλισης των εταιριών, καθώς και τις σχετικές αιτιολογίες¹³³, και αφετέρου να αξιολογούν τις συνέπειες της απόκλισης της εταιρίας από μία διάταξη του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, το οποίο προϋποθέτει οι παρεχόμενες πληροφορίες να είναι επαρκώς σαφείς, ακριβείς και λεπτομερείς¹³⁴.

Η Σύσταση δεν έχει ασφαλώς νομικά δεσμευτικό χαρακτήρα¹³⁵, οι συστάσεις, ωστόσο, περιλαμβάνονται στα είδη των νομικών πράξεων που προβλέπονται ρητώς στο άρθρο 288 ΣΛΕΕ και εκδίδουν τα όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ενώ έχουν ως αντικείμενο την υπόδειξη κατευθύνσεων για την τήρηση συγκεκριμένης συμπεριφοράς. Παρόλο που η εν λόγω Σύσταση αναφέρεται συγκεκριμένα στην ποιότητα των εξηγήσεων σε περίπτωση απόκλισης από τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, καθίσταται σαφές ότι η σχετική προβληματική αφορά, εν γένει, την εφαρμογή της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση». Ως εκ τούτου, αν όχι το γράμμα, το πνεύμα της Σύστασης τυγχάνει εφαρμογής και πέραν του πεδίου της εταιρικής

διακυβέρνησης, όπου δηλαδή απαιτείται η παροχή εξηγήσεων στο πλαίσιο εφαρμογής του μηχανισμού αυτού. Στο πνεύμα αυτό κινήθηκε άλλωστε τόσο η Οδηγία 2014/95/ΕΕ, η οποία τροποποίησε την Οδηγία 2013/34/ΕΕ, όσο και ο Κανονισμός 2019/2088 σχετικά με τη δημοσίευση μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών, στο μέτρο που σε περίπτωση απόκλισης απαιτούν την παροχή «σαφούς και αιτιολογημένης εξήγησης»¹³⁶ και «σαφούς αιτιολογίας»¹³⁷ αντίστοιχα, ενώ ο Κανονισμός ορίζει, περαιτέρω, ότι, κατά περίπτωση, παρέχονται και πληροφορίες σχετικά με το εάν και πότε ο αποδέκτης προτίθεται να «συμμορφωθεί»¹³⁸.

Σε κάθε περίπτωση, η επιτυχία της αρχής κατά την εφαρμογή της από τα κράτη μέλη προϋποθέτει, περαιτέρω, οι φορείς της αγοράς, όπως λ.χ. οι επενδυτές, οι επιχειρήσεις επενδύσεων που παρέχουν επενδυτικές συμβουλές, οι αναλυτές, οι οικίς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας κλπ. αφενός να δίνουν προσοχή και να προσδίδουν βαρύτητα στην ποιότητα των παρεχόμενων αιτιολογήσεων¹³⁹, στο πλαίσιο ενός είδους «ακτιβισμού» για την άσκηση έμμεσης πίεσης προς την κατεύθυνση της συμμόρφωσης ή έστω της σαφούς και επαρκούς αιτιολόγησης, αφετέρου να μην «τιμωρούν» (εσφαλμένα) τον εκάστοτε αποδέκτη σε περίπτωση απόκλισης από τον κανόνα, η οποία, ωστόσο, ενδείκνυται περισσότερο για αυτόν, έναντι της συμμόρφωσης, για λόγους που προσιδιάζουν στα χαρακτηριστικά και τις ανάγκες του¹⁴⁰. Δεν θα πρέπει, συνεπώς, να παραβλέπεται το ενδεχόμενο οι αποκλίσεις από τους κανόνες ήπιου δικαίου να αξιολογούνται αρνητικά αποκλειστικά και μόνο επειδή δεν ακολουθείται η «βέλτιστη πρακτική» ή «κατεύθυνση» ή το «πρότυπο» που συστήνουν, χωρίς να ελέγχεται καν η ουσία του λόγου που οδήγησε στην απόκλιση¹⁴¹.

Αμφότερες οι ως άνω πρακτικές δύνανται να οδηγήσουν σε «υπερσυμμόρφωση» με την αρχή, είτε με τη μορφή της παροχής στερεότυπων ή ελλιπών εξηγήσεων, στην πρώτη περίπτωση, είτε μέσω της τυπικής/επιφανειακής, μη ουσιαστικής συμμόρφωσης με τον

129. *ibid* παρ. 7 και 8 στιχ. α'-γ'.

130. *ibid* παρ. 8 στιχ. δ'.

131. *ibid* παρ. 8 στιχ. ε'.

132. *ibid* παρ. 9 εδ. β'.

133. *ibid* παρ. 10.

134. *ibid* παρ. 9 εδ. α'.

135. ΣΛΕΕ άρθ. 288 εδ. ε'. Βλ. σχετικώς, Παπαδοπούλου (ν 1) 69.

136. Οδηγία 2013/34/ΕΕ άρθ. 19α παρ. 1 εδ. β', άρθ. 29α παρ. 1 εδ. β'.

137. Κανονισμός 2019/2088 άρθ. 4 παρ. 1 στιχ. β'.

138. *ibid*.

139. V. Ho, "Comply or Explain" and the Future of Nonfinancial Reporting' (n 112) 348.

140. *ibid* 332.

141. J. Andersson, 'Evolution of Company Law, Corporate Governance Codes and the Principle of Comply or Explain – A Critical Review' in H. Birkmose and M. Neville and K. Engsig Sorensen (eds), *The European Market in Transition* (Kluwer Law International) 99.

κανόνα, στη δεύτερη περίπτωση. Με άλλα λόγια, ενέχουν τον κίνδυνο αντιμετώπισης της εφαρμογή της αρχής ως απλής άσκησης τυπικής/φαινομενικής πλήρωσης των σχετικών όρων (*box ticking exercise*). Θα μπορούσε ενδεχομένως να υποστηριχτεί ότι ο κίνδυνος αυτός εμφανίζεται εντονότερος στο πεδίο της χρηματοοικονομικής εποπτείας, ενόψει και της πρακτικής των ευρωπαϊκών Αρχών εποπτείας να επισημαίνουν με κόκκινο χρώμα στους δημοσιευόμενους πίνακες συμμόρφωσης (*guidelines compliance tables*) τα Κράτη μέλη που αποκλίνουν, ακόμη και επαρκώς αιτιολογημένα, από μία κατευθυντήρια γραμμή, οδηγώντας πιθανώς σε μαζική μεν, τυπική δε, συμμόρφωση με τις κατευθυντήριες γραμμές, προς αποφυγή «διαπόμπευσης» και του συνεπαγόμενου πολιτικού κόστους.

Συνάγεται ότι η αποτελεσματικότητα της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» συνέχεται και με της συνθήκες της εκάστοτε αγοράς. Εκεί άλλωστε αποδίδεται κατά βάση και η μεγαλύτερη επιτυχία που σημειώνει η εφαρμογή της αρχής σε ορισμένα κράτη μέλη έναντι άλλων. Όπως υποστηρίζεται, αρκετά χαρακτηριστικά της κεφαλαιαγοράς του Ηνωμένου Βασιλείου στη δεκαετία του 1990, όταν κυκλοφόρησε για πρώτη φορά η Έκθεση Cadbury, η «μήτρα» του μηχανισμού «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση», ήτοι διεσπαρμένη μετοχική ιδιοκτησία, παρουσία θεσμικών επενδυτών, ισχυρή χρηματοπιστωτική αγορά και οικονομικός Τύπος, την καθιστούσαν ιδανική για την υιοθέτηση ενός μηχανισμού αυτορρύθμισης με γνώμονα την αγορά, όπως αυτός της «συμμόρφωσης ή αιτιολόγησης»¹⁴². Αντιθέτως, αμφισβητείται η καταλληλότητα της αρχής αυτής για τις ανερχόμενες αγορές, οι παράγοντες των οποίων στερούνται δυναμικής, καθόσον στις αγορές αυτές παρατηρούνται χαμηλότερα επίπεδα συμμόρφωσης σε σύγκριση με πιο ισχυρές/ανεπτυγμένες ευρωπαϊκές αγορές, τόσο συνολικά όσο και από άποψη επάρκειας και ποιότητας των αιτιάσεων¹⁴³.

VI. Συμπεράσματα

Από όλα τα προρρηθέντα γίνεται αντιληπτό ότι η αρχή «comply or explain» αποτελεί το συνδετικό κρίκο, άλλως το μεταίχμιο μεταξύ της εκούσιας συμμόρφωσης και του νομικού εξαναγκασμού. Το γεγονός ότι συνδυάζει στοιχεία θετικού και ήπιου δικαίου την καθιστά μια ελκυστική εναλλακτική λύση σε θεματικές οι οποίες χαρακτηρίζονται από πολυπλοκότητα και συνδέονται με ποικίλους παράγοντες οι οποίοι πιθανώς να διαφοροποιούνται ανά επιχείρηση, αλλά και μετα-

ξύ των κρατών μελών, όπως κατεξοχήν ισχύει στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης. Στο εν λόγω πεδίο, ειδικότερα, δεδομένης της πολυμορφίας των αποδεκτών όσον αφορά το μέγεθος, τη μετοχική τους σύνθεση κλπ., καθώς και των ιδιομορφιών του τομέα της αγοράς στην οποία υπάγονται, τυχόν απόκλιση από τον θεσπιζόμενο με τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης κανόνα ήπιου δικαίου ενδέχεται να είναι όχι μόνο θεμιτή, αλλά και να ενδείκνυται περισσότερο για τον συγκεκριμένο αποδέκτη/εταιρία. Υπό την έννοια αυτή, αναδεικνύεται το βασικό πλεονέκτημα της αρχής, το οποίο συνίσταται στη διασφάλιση της αναγκαίας ευελιξίας, η οποία επιτρέπει στους αποδέκτες να υιοθετούν τις πρακτικές εκείνες που ανταποκρίνονται βέλτιστα στα χαρακτηριστικά και τις ανάγκες τους.

Περαιτέρω, η παροχή, στο πλαίσιο εφαρμογής του μηχανισμού «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση», των εξηγήσεων και αιτιολογήσεων σε περίπτωση απόκλισης, αποσκοπεί στη μέγιστη δυνατή ροή και παροχή πληροφοριών επί των στοιχείων και πεπραγμένων των αποδεκτών και, ειδικότερα, στην ενημέρωση των παραγόντων της αγοράς, όπως λ.χ. των (τελικών) επενδυτών, των αναλυτών, των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας κλπ., προκειμένου οι φορείς αυτοί να εκτιμήσουν και να αξιολογήσουν τις αποκλίσεις και τα αίτια της μη συμμόρφωσης. Το στοιχείο αυτό, μέσω του οποίου ασκείται έμμεση πίεση στους αποδέκτες προς την κατεύθυνση της συμμόρφωσης με τους κανόνες ήπιου δικαίου, ή τουλάχιστον της εύλογης και επαρκούς αιτιολόγησης, αναδεικνύει, επίσης, τη χρησιμότητα και καταλληλότητα της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» ως μέσο/εργαλείο γνωστοποίησης πληροφοριών, και δη πληροφοριών σχετικών με τη βιωσιμότητα στο πεδίο της δημοσιοποίησης μη χρηματοοικονομικών πληροφοριών.

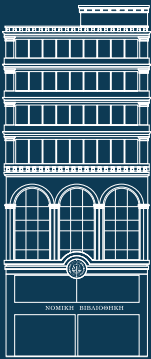
Μπορεί να υποστηριχθεί, ωστόσο, ότι περιορίζεται η καταλληλότητα της αρχής για τα πεδία εκείνα όπου επιδιώκεται η μέγιστη δυνατή, αν όχι πλήρης, εναρμόνιση των σχετικών κανόνων και πρακτικών, όπως φαίνεται να συμβαίνει στο πεδίο της χρηματοοικονομικής εποπτείας αναφορικά με τις εποπτικές πρακτικές των εθνικών εποπτικών αρχών και τους κανόνες για τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα σε ολόκληρη την Ένωση. Συγκεκριμένα, το βασικό γνώρισμα της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση», ήτοι η ευελιξία την οποία διασφαλίζει, η οποία εξ ορισμού οδηγεί σε διαφοροποιήσεις μεταξύ των υιοθετούμενων πρακτικών των κρατών μελών, λειτουργεί αντιπαραγωγικά ως προς τον ως άνω στόχο εναρμόνισης. Ως εκ τούτου, με βάση την ανάλυση που προηγήθηκε, στο πεδίο της χρηματοοικονομικής εποπτείας παρατηρείται μία απαξίωση και υποβάθμιση της «αιτιολόγησης» στο πλαίσιο της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση»,

142. R. Abma and M. Olaerts (n 120) 287-8.

143. V. Ho, "Comply or Explain" and the Future of Nonfinancial Reporting' (n 112) 339.

με την «συμμόρφωση», αντιθέτως, να ανάγεται σε αυτοσκοπό της αρχής. Στο μέτρο και κατά την έκταση, συνεπώς, που παραβλέπεται αφενός ως ανεπιθύμητο το θεμελιώδες γνώρισμα του μηχανισμού αυτού, ήτοι η ευελιξία, αφετέρου η θεμελιώδης αρχή του μηχανισμού αυτού, σύμφωνα με την οποία τόσο η «συμμόρφωση» όσο και η «αιτιολόγηση» αποτελούν διαφορετικές εκδοχές της έννοιας της συμμόρφωσης με την αρχή, η αρχή «comply or explain» δεν εμφανίζεται στο πλαίσιο των ιδρυτικών Κανονισμών των τριών Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών με τη «γνήσια» μορφή της, όπως δηλαδή και με τα γνωρίσματα με τα οποία πρωτοεμφανίστηκε και καθιερώθηκε στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης. Αντίθετα, φαίνεται να χρησιμοποιείται «καταχρηστικά», υπό την έννοια ότι το κομμάτι της «αιτιολόγησης», ακόμα και όταν εφαρμόζεται ορθά από τον αποδέκτη, χρησιμοποιείται από τις εποπτικές Αρχές στο πλαίσιο μιας μορφής της λεγόμενης πρακτικής της «κατονομασίας και διαπόμπευσης» (*naming and shaming*), μέσω της οποίας ασκείται πίεση προς την κατεύθυνση της «συμμόρφωσης».

Σε κάθε περίπτωση, η επάρκεια/ποιότητα των αιτιολογήσεων στο πλαίσιο εφαρμογής της αρχής «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» αποτελεί μία διαρκή προβληματική αναφορικά με την αποτελεσματικότητά της, την οποία και έχουν εντοπίσει και επανειλημμένως αναδείξει οι σχετικές εμπειρικές μελέτες. Η τυπική ή ελλιπή αιτιολόγηση των αποκλίσεων, καθώς και η απουσία αιτιολόγησης, δεν μπορούν παρά να έχουν ως αποτέλεσμα την απαξίωση της αρχής και την ανάγκη διερεύνησης της λήψης άλλων μέτρων προκειμένου να ενισχυθεί η παρακολούθηση της τήρησης των κανόνων ήπιου δικαίου ή να αντικατασταθούν εν τέλει από κανόνες θετικού δικαίου, ειδικά σε νευραλγικούς τομείς όπως ο χρηματοπιστωτικός τομέας. Τέλος, η «συμμόρφωση ή αιτιολόγηση» για να λειτουργήσει θα πρέπει να συνδέεται με μια άοκνη αξιολόγηση της επιλεγείσας μεθόδου, διότι η ευελιξία της αρχής λειτουργεί ωφέλιμα κι αναδεικνύει το θετικό της πρόσημο, μόνο μέσω μιας συνεχούς κι ειλικρινούς επαναξιολόγησης.



ΝΟΜΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

ΑΘΗΝΑ - ΚΕΝΤΡΙΚΑ

Μαυρομικάλη 23, 106 80 Αθήνα
Τ: 0030 210 3678800 (30 γραμμές)
F: 0030 2210 3678922
info@nb.org

ΑΘΗΝΑ

Μαυρομικάλη 2, 106 80 Αθήνα
Τ: 0030 2210 3607521
F: 0030 2210 3603975
m2bookstr@nb.org

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ

Φράγκων 1, 546 26 Θεσσαλονίκη
Τ: 0030 22310 532134
0030 22310 545618
F: 0030 22310 551530
nbthess@nb.org

ΠΑΤΡΑ

Κανάρη 15, 262 22 Πάτρα
Τ: 0030 22610 361600
F: 0030 22610 361515
nbpatra@nb.org

www.nb.org