



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ
Εθνικόν και Καποδιστριακόν
Πανεπιστήμιον Αθηνών
— ΙΔΡΥΘΕΝ ΤΟ 1837 —

ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

**ΕΝΙΑΙΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2017-2018**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
Της Ιωάννας Ε. Παραστατίδη
Α.Μ.: 7340010417016**

**Η εξαγορά της μειοψηφίας από την πλειοψηφία με
πρωτοβουλία της μειοψηφίας στις Α.Ε.**

Επιβλέποντες:

Καθηγητής Γεώργιος Σωτηρόπουλος

Επίκουρος Καθηγητής Ιάκωβος Βενιέρης

Επίκουρη Καθηγήτρια Χριστίνα Λιβαδά

Αθήνα, 2018

Copyright © [Ιωάννα Παραστατίδη, 2018]

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

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

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

Πίνακας περιεχομένων	
ΠΡΟΛΟΓΟΣ	4
ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ	6
A. Εισαγωγικές παρατηρήσεις στο θεσμό	6
I. Έννοια του θεσμού της εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας	6
II. Δικαίωμα της μειοψηφίας να επιβάλλει την εξαγορά των μετοχών της	10
B. Βασικά χαρακτηριστικά του θεσμού	11
I. Μεταβίβαση και αποζημίωση	11
II. Συνέπειες όμοιες με αυτές της αναγκαστικής σύμβασης	11
III. Επίδραση στη μετοχική σχέση στην ΑΕ	12
Γ. Λόγοι που υπαγορεύουν την εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας	14
I. Ανάγκη προστασίας της μειοψηφίας	15
II. Αποφυγή άσκησης των δικαιωμάτων μειοψηφίας	18
III. Δικαίωμα εξόδου μετά από εξαγορά εταιρείας	19
IV. Ελευθερία παύσης της μετοχικής σχέσης	20
V. Ευκαιριακό κέρδος	23
Δ. Εύρος εφαρμογής	23
I. Η εφαρμογή του άρθρου 49β στις εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά εταιρείες	24
E. Αποκλίνουσες καταστατικές ή εξωεταιρικές συμφωνίες	27
I. Περιορισμοί εκ του καταστατικού	28
II. Περιορισμοί μέσω εξωεταιρικών συμφωνιών ως προς τη δικαιωματική εξαγορά	29
III. Μείωση των προϋποθέσεων εξαγοράς	29
A. Μείωση των προϋποθέσεων εξαγοράς μέσω του καταστατικού	29
B. Μείωση των προϋποθέσεων εξαγοράς μέσω εξωεταιρικής συμφωνίας	30
ΣΤ. Πρόβλεψη του “sell out” σε αλλοδαπές έννομες τάξεις	31
ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ	35
A. Το δικαίωμα μεταβίβασης των μετοχών μειοψηφίας στον πλειοψηφούντα μέτοχο	35
B. Λόγος αποχώρησης της μειοψηφίας	36
Γ. Ο μέτοχος της μειοψηφίας	37

Δ.	Πλειοψηφία που απέκτησε το 95% επί του μετοχικού κεφαλαίου	38
Ε.	Περιπτώσεις συνυπολογισμών μετοχών	39
Ι.	Συνδεδεμένες επιχειρήσεις και στενά μέλη οικογενείας.....	40
ΙΙ.	Εταιρεία Συμμετοχών (Holding)	44
ΙΙΙ.	Κοινοπραξία μετόχων.....	44
ΙV.	Εξωεταιρικές συμφωνίες	45
ΣΤ.	Απόκτηση και διατήρηση του 95% επί του μετοχικού κεφαλαίου	46
Ι.	Έννοια «αποκτώντος»	47
ΙΙ.	Ποσοστό 95% επί του μετοχικού κεφαλαίου	49
ΙΙΙ.	Χρόνος απόκτησης των μετοχών.....	50
ΙV.	Διάρκεια κατοχής μετοχών	51
Ζ.	Διαπίστωση απόκτησης του απαραίτητου ποσοστού.....	55
Η.	Καταχρηστική παρεμπόδιση άσκησης δικαιώματος μειοψηφίας.....	57
Θ.	Αποσβεστική προθεσμία άσκησης αγωγής	59
ΜΕΡΟΣ ΤΡΙΤΟ		60
Α.	Διαδικασία και συνέπειες άσκησης του δικαιώματος εξαγοράς	60
Ι.	Διαδικασία άσκησης δικαιώματος - Αναλογική εφαρμογή της παρ. 4 του άρθρου 49 ^α	60
i.	Καθ' ύλην και κατά τόπο αρμόδιο δικαστήριο.....	61
ii.	Είδος, περιεχόμενο και αίτημα της αγωγής	61
iii.	Διαδικασία εκδίκασης της αγωγής	63
iv.	Περιεχόμενο απόφασης	64
ΙΙ.	Η μη εφαρμογή της παρ. 5 του άρθρου 49α	65
Β.	Η ενάγουσα και εναγόμενη πλευρά	65
Γ.	Ο προσδιορισμός του ανταλλάγματος της εξαγοράς	72
Ι.	Πρόβλεψη στο καταστατικό	74
ΙΙ.	Ο δικαστικός καθορισμός του τιμήματος.....	74
i.	Δίκαιο αντάλλαγμα	75
ii.	Τρόπος υπολογισμού.....	76
iii.	Μέθοδοι αποτίμησης της εταιρικής επιχείρησης	80

iv.	Ο υπολογισμός του ανταλλάγματος με βάση την χρηματιστηριακή αξία	81
Δ.	Όροι καταβολής ανταλλάγματος	89
Ε.	Άρνηση ύψους ανταλλάγματος από μέτοχο	90
ΣΤ.	Η προσβολή της απόφασης	91
I.	Αμφισβήτηση προϋποθέσεων γέννησης του δικαιώματος εξαγοράς	91
II.	Αμφισβήτηση ύψους ανταλλάγματος	92
Ζ.	Καταχρηστική άσκηση δικαιώματος	92
Η.	Ολοκλήρωση της εξαγοράς	94
	ΕΠΙΛΟΓΟΣ	95
	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	97
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	100

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα εργασία πραγματεύεται τη δυνατότητα εξόδου των μετόχων της μειοψηφίας από την ανώνυμη εταιρία με εξαγορά των μετοχών τους από τον πλειοψηφούντα μέτοχο (sell out right), εφόσον αυτός απέκτησε μετά την ίδρυση της εταιρίας το 95% τουλάχιστον του μετοχικού κεφαλαίου, κατά τα προβλεπόμενα στο άρθρο 49β Κ.Ν. 2190/1920. Πριν το Ν 3604/2007, ο οποίος εισήγαγε τη διάταξη αυτή στον Κ.Ν. 2190/1920, παρόμοια δυνατότητα δεν προβλεπόταν στο ελληνικό δίκαιο, για τις μη εισηγμένες εταιρείες. Αντίστοιχα στο άρθρο 28 Ν. 3461/2006 ρυθμίζεται το δικαίωμα του sell out, δηλαδή το δικαίωμα εξόδου των μετόχων στις εισηγμένες εταιρείες.

Μαζί με το άρθρο 49β, που μας ενδιαφέρει εν προκειμένω, προστέθηκε το άρθρο 49^α, όπου προβλέπεται το δικαίωμα της μειοψηφίας των μετόχων να ζητήσει από την εταιρία να εξαγοράσει τις μετοχές της κατόπιν δικαστικής απόφασης και εφόσον η παραμονή του αιτούντος μετόχου ή των αιτούντων μετόχων κριθεί από το Δικαστήριο «ιδιαίτερα ασύμφορη κατά τρόπο προφανή» και το άρθρο 49γ όπου προβλέπεται το αντίστοιχο δικαίωμα του πλειοψηφούντος μετόχου, ο οποίος μετά την ίδρυση της εταιρίας απέκτησε ποσοστό 95% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας, να εξαγοράσει τις μετοχές της μειοψηφίας έναντι ανταλλάγματος που να αντιστοιχεί στην πραγματική αξία των μετοχών της.

Σημειώνεται, ότι τα άρθρα 49β και 49γ εφαρμόζονται και σε εισηγμένες εταιρείες.

Η προσθήκη των άρθρων 49α και 49β εντάσσεται στην επιλογή του νομοθέτη να προστατεύσει τη μειοψηφία με περαιτέρω διατάξεις ενισχύοντας τη θέση του μικρομετόχου, καθώς τόσο τα δικαιώματα της μειοψηφίας όσο και η γενική θέση του μετόχου κρίθηκαν, υπό το προηγούμενο νομοθετικό πλαίσιο, ως μη επαρκή. Ενώ η προσθήκη των διατάξεων 49β και 49γ στο νόμο περί ανωνύμων εταιριών αποτυπώνει και την επιρροή των ρυθμίσεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς στο εταιρικό δίκαιο.

Εν προκειμένω, το ενδιαφέρον εστιάζεται στο άρθρο 49β για να διερευνηθούν οι λόγοι που κατέστησαν αναγκαία την εισαγωγή του και να αξιολογηθεί η σημασία του για την ενίσχυση της θέσης του μικρομετόχου στην ΑΕ.

Η υπάρχουσα βιβλιογραφία και αρθρογραφία είχε ασχοληθεί κατ' επανάληψη με τις διατάξεις των άρθρων 49α, 49β και 49γ, ειδικά στο χρονικό διάστημα μετά την εισαγωγή τους στο δίκαιο της ΑΕ, εξερευνώντας τις προϋποθέσεις εφαρμογής τους, τις

συνέπειες της εφαρμογής τους, καθώς και τα συνταγματικής και δικονομικής φύσεως ζητήματα που ανακύπτουν.

Παρόλα αυτά δεν προκύπτει το άρθρο 49β να έτυχε σημαντικής εφαρμογής στην πράξη. Είναι δε χαρακτηριστικό ότι, παρότι το δικαίωμα ικανοποιείται δια της δικαστικής οδού με την άσκηση αγωγής, υπάρχει δημοσιευμένη μία μόνο δικαστική απόφαση, η υπ' αριθ. 1716/2016 του Εφετείου Αθηνών, η οποία έκρινε επί του δικαιώματος μετόχου της μειοψηφίας να ζητήσει από τον πλειοψηφούντα μέτοχο να εξαγοράσει τις μετοχές του και να αποχωρήσει από την ΑΕ. Βέβαια δεν αποκλείεται οι μέτοχοι να συμφωνούν εξωδικαστικά την εξαγορά των μετοχών, ωστόσο δεδομένων των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών των ελληνικών ΑΕ και των μελών τους, το ενδεχόμενο αυτό δεν κρίνεται πολύ πιθανό.

Με τον πρόσφατο νόμο 4548/2018 «Αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιριών» (ΦΕΚ Α' 104/13.6.2018), ο οποίος θα ισχύσει από 1.01.2019, επήλθε αναμόρφωση του δικαίου της ΑΕ. Ο νέος νόμος δεν αποτελεί ένα γενικότερο restatement του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας. Τα βασικά χαρακτηριστικά, η δομή και οι γενικοί κανόνες λειτουργίας της διατηρούνται.

Τα άρθρα 45, 46, και 47 Ν. 4548/2018 επαναλαμβάνουν τις διατάξεις των άρθρων 49α, 49β και 49γ, με ελάχιστες φραστικές μεταβολές και ερμηνευτικές διαισθητικές¹. Στην παρούσα εργασία αναφορά θα γίνεται γενικά στα άρθρα 49α επ. Ν. 2190/1920, και θα γίνονται διευκρινίσεις και παραπομπή στα νέα άρθρα του Ν. 4548/2018, όπου υπάρχουν διαφοροποιήσεις σε σχέση με τις αρχικές διατάξεις. Ειδική αναφορά θα γίνεται στο νέο εδάφιο β' της παραγράφου 1 του άρθρου 46 Ν. 4548/2018, το οποίο είναι το αντίστοιχο του εδαφίου β' της παραγράφου 1 του άρθρου 49β, και αφορά τους συνυπολογισμούς μετοχών που λαμβάνουν χώρα για την εφαρμογή του άρθρου, το οποίο είναι αυτό που έχει διαφοροποιηθεί καθώς γίνεται πλέον παραπομπή στις διατάξεις του άρθρου 32 του Ν. 4308/2014 και στο Παράρτημα Α' του Ν. 4308/2014, χωρίς ωστόσο να έχει αλλάξει η ουσία τις διατάξεων².

¹ Βλ. Παράρτημα όπου παρατίθενται οι παλαιές και οι νέες διατάξεις, που ενδιαφέρουν για την παρούσα εργασία.

² Διευκρινίζεται ότι στην εργασία και ειδικότερα στο Δεύτερο Μέρος, γίνεται λόγος για εφαρμογή του άρθρου 46 Ν. 4548/2018 ή του 49β Κ.Ν. 2190/1920 αδιακρίτως, δεδομένου ότι πρόκειται για το ίδιο δικαίωμα των μετόχων της μειοψηφίας.

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

A. Εισαγωγικές παρατηρήσεις στο θεσμό

I. Έννοια του θεσμού της εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας

Σύμφωνα με την πάγια γνώμη της θεωρίας, ο Ν 2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών δεν υπήρξε ποτέ ιδιαίτερα φιλικός προς τους μετόχους και τη μειοψηφία³. Όπως είναι γνωστό, ο Ν 2190/1920 αναμορφώθηκε από το Ν 3604/2007 και με το νέο νόμο υπήρξε βελτίωση της θέση των μετόχων, ιδίως σε ότι αφορά την ενίσχυση της άσκησης μειοψηφικών δικαιωμάτων⁴ και τα ελάχιστα ποσοστά κεφαλαίου που απαιτούνται σε σχέση με το εκάστοτε ασκούμενο δικαίωμα⁵. Από την άλλη πλευρά, η αναμόρφωση των δικαιωμάτων μειοψηφίας δεν υπήρξε ριζική⁶, και αυτό γιατί, μεταξύ άλλων, σε διαφορετική περίπτωση θα υπήρχε κίνδυνος ανατροπής ισορροπιών και προσδοκιών στις υπάρχουσες επιχειρήσεις.

Η εκτεταμένη τροποποίηση του Κ.Ν. 2190/1920, κατά τα ανωτέρω, οδήγησε πέραν των άλλων στην εισαγωγή του θεσμού της εξαγοράς των μετοχών μειοψηφίας στο νόμο περί ΑΕ μέσω τριών διατάξεων οι οποίες ήταν παραδοσιακά άγνωστες στο ελληνικό εταιρικό δίκαιο⁷. Το άρθρο 49α προβλέπει για πρώτη φορά το δικαίωμα της μειοψηφίας να ζητήσει την εξαγορά των μετοχών της από την εταιρία, εφόσον συντρέχουν μια σειρά από περιορισμένες περιπτώσεις, ή εφόσον προβλέπονται σχετικές περιπτώσεις στο καταστατικό της εταιρίας. Αντίστοιχα, το άρθρο 49β αναγνωρίζει το δικαίωμα της μειοψηφίας να ζητήσει την εξαγορά των μετοχών της από τον πλειοψηφούντα μέτοχο υπό τις προϋποθέσεις που θέτει το εν λόγω άρθρο. Τέλος, το άρθρο 49γ του Κ.Ν. 2190/1920 προβλέπει το δικαίωμα του πλειοψηφούντος μετόχου να ζητήσει την εξαγορά των

³ Περάκης, Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας Ο Κ.Ν. 2190/1920 όπως ισχύει μετά το Ν 3604/2007, 2007, Εισαγωγικές παρατηρήσεις, σελ. 28. (εφεξής Περάκης, Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας) Δεν υφίστανται πραγματικά δραστικά αποτελεσματικά δικαιώματα μειοψηφίας στην ΑΕ και η πλειοψηφία παραμένει κυρίαρχη και αυθαιρετούσα. Σπυρίδωνος. Τα δικαιώματα της μειοψηφίας στην ανώνυμη εταιρία, Ερμηνεία κατ' άρθρο, 2016, σελ. 11.

⁴ Τριανταφυλλάκης, Από την προστασία της μειοψηφίας στην προστασία του μετόχου, ΕΕμπΔ 2009, σελ. 519.

⁵ Για την αναγνώριση δικαιωμάτων σε μετόχους όλο και μικρότερων συμμετοχών, Γκρίτζαλη, Δικαιώματα μειοψηφίας και προσωπικά στοιχεία του μετόχου στο Ν 3604/2007, ΧρΙΔ Η/2008, σελ. 875 επ., ιδίως 878.

⁶ Περάκης, Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, 2007 σελ. 30.

⁷ Κουλορίδας, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β του ΚΝ 2190/1920 για εξαγορά των μετοχών της από τον πλειοψηφούντα μέτοχο στις εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά εταιρίες (εφεξής Κουλορίδας, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β), ΔΕΕ 2008, σελ. 565.

μετοχών της μειοψηφίας. Ειδικά η προσθήκη των διατάξεων 49β και 49γ στο νόμο περί ανωνύμων εταιριών αποτυπώνει, πλέον της ενίσχυσης της θέσης του μετόχου, την επιρροή των ρυθμίσεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς στο εταιρικό δίκαιο⁸.

Ο 2190/1920 δεν προβλέπει δικαίωμα εξόδου ή αποκλεισμού του μετόχου από την εταιρεία, πράγμα συνεπές προς την κεφαλαιουχική φύση της ΑΕ⁹. Σε άμβλυνση τούτου παρασχέθηκε στους μετόχους το δικαίωμα να ζητήσουν από την εταιρεία ή από τον μέτοχο πλειοψηφίας την εξαγορά των μετοχών τους¹⁰.

Πάρα το γεγονός ότι ο τίτλος της διάταξης κάνει λόγο για «δικαίωμα της μειοψηφίας»¹¹, στο κυρίως κείμενο του άρθρου γίνεται λόγος για «έναν ή περισσότερους μετόχους». Υποστηρίζεται ότι στην πραγματικότητα δεν πρόκειται για δικαίωμα της μειοψηφίας, με την τεχνική έννοια του όρου¹², αλλά για ατομικό δικαίωμα μετόχου, αφού δεν ορίζεται συγκεκριμένο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που πρέπει να συγκεντρώνει η εν λόγω μειοψηφία προκειμένου το δικαίωμα αυτό να χαρακτηριστεί ως δικαίωμα μειοψηφίας¹³. Έτσι δικαιούχος του δικαιώματος μπορεί να είναι οποιοσδήποτε μέτοχος, που κατέχει ακόμα και μία μετοχή της εταιρείας¹⁴.

Ειδικότερα το αρ. 49β, που θα μας απασχολήσει στην παρούσα εργασία, προβλέπει, ότι εάν ένας μέτοχος αποκτήσει ποσοστό τουλάχιστον 95% του μετοχικού κεφαλαίου μιας ανώνυμης εταιρίας, οι λοιποί μέτοχοι της μειοψηφίας έχουν το δικαίωμα να ζητήσουν με αγωγή, εντός προθεσμίας πέντε ετών, από τον πλειοψηφούντα αυτό μέτοχο

⁸ Βερβεσός, Η σχέση ανάμεσα στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας και στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, σε Μ. Θ. Μαρίνος (επιμ.), Η ανώνυμη εταιρία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς, 2011, σελ. 346 επ.

⁹ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρείες, 7^η έκδοση 2012, παρ. 26 αρ. 15. Υποστηρίζεται όμως ότι πρέπει να αναγνωρισθεί δικαίωμα εξόδου ιδίως για τους μετόχους μειοψηφίας προσωποπαγών ΑΕ, διότι διαφορετικά, ελλείψει αγοράς, δύσκολα μπορούν αν πωλήσουν τις μετοχές τους, παραμένοντας εσαεί δέσμιοι της εταιρείας. Βλ. Ρόκα Ν. Εμπορικές Εταιρείες, 2012, παρ. 26 αρ. 17, σελ. 187. Για την προσπάθεια δογματικής θεμελίωσης γενικού δικαιώματος εξόδου στην ΑΕ βλ. Παπαδημόπουλος, Το δικαίωμα εξόδου του μετόχου από την εταιρεία (εφεξής Παπαδημόπουλος, Το δικαίωμα εξόδου του μετόχου από την εταιρεία), ΧρΙΔ 2004, σελ. 503-508.

¹⁰ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρείες, 8^η έκδοση 2018, σελ. 370.

¹¹ Ο τίτλος παρέμεινε ο ίδιος και στη μεταφορά του άρθρου 49β στο άρθρο 46 Ν 4548/2018.

¹² Στην παρούσα εργασία για λόγους οικονομίας θα γίνεται σε αναφορά σε δικαίωμα της μειοψηφίας.

¹³ Βλ. Τέλλη, Εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας, σελ. 416, Ο Ρόκας, υποστηρίζει ότι το δικαίωμα εξαγοράς μετοχών από άλλους μετόχους δεν είναι πραγματικό δικαίωμα της μειοψηφίας, διότι δεν στρέφεται κατά της εταιρείας. Ρόκας Ν. Εμπορικές Εταιρείες, 2012, σελ. 424. Επιχείρημα υπέρ της άποψης ότι δεν πρόκειται για δικαίωμα της μειοψηφίας, με την τεχνική έννοια του όρου, αντλείται και από την επιλογή του νομοθέτη να τοποθετήσει τα άρθρα 49α επ στο 6ο κεφάλαιο «Διάλυσις και εκκαθάρισις» του 2190/1920 αλλά και στον Ν 4548/2018 τα αντίστοιχα άρθρα 45-46-47 τοποθετήθηκαν στο κεφάλαιο Β' με τον τίτλο «Μετοχές» και όχι στο κεφάλαιο για τα Δικαιώματα της Μειοψηφίας. Περαιτέρω και στη βιβλιογραφία δεν εξετάζεται το δικαίωμα αυτό μαζί με τα λοιπά παραδοσιακά δικαιώματα της μειοψηφίας.

¹⁴ Μούζουλας, Ν 3604/2007 για την αναμόρφωση και τροποποίηση του Κ.Ν. 2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών - κατ' άρθρο ερμηνεία, 2008, σελ. 585, Αλεξανδρίδου, Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών, Κεφαλαιουχικές Εταιρείες, τεύχος Β, γ' έκδοση 2009, σελ. 174.

την εξαγορά των μετοχών τους¹⁵. Για τον υπολογισμό του ποσοστού του 95%, η διάταξη προβλέπει ορισμένους συνυπολογισμούς μετοχών προσώπων, τα οποία τελούν σε συγκεκριμένους νομικούς ή πραγματικούς δεσμούς μεταξύ τους. Το άρθρο 49β βρίσκει εφαρμογή τόσο σε εταιρείες εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά, όσο και σε μη εισηγμένες. Το δικαίωμα της μειοψηφίας κατ' άρθρο 49β αποδίδεται ως το «δικαίωμα της μειοψηφίας για εξαγορά των μετοχών της από τον πλειοψηφούντα μέτοχο» ή «δικαιωματική εξαγορά»¹⁶. Στο αντίστοιχο άρθρο 28 Ν. 3461/2006 γίνεται λόγος για δικαίωμα εξόδου.

Με τα άρθρα 49β και 49γ ρυθμίζεται νομοθετικά στην Ελλάδα ο θεσμός της εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ και στις μη εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά εταιρείες¹⁷. Σημειώνεται ότι, ενώ η διάταξη του άρθρου 49α δεν εφαρμόζεται, κατά ρητή πρόβλεψη του νομοθέτη, σε εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά εταιρείες, το δικαίωμα του άρθρου 49β και 49γ αναγνωρίζεται στο μέτοχο της μειοψηφίας και στον πλειοψηφούντα μέτοχο αντίστοιχα και εισηγμένων εταιριών, παράλληλα, και χωρίς να επηρεάζει το αντίστοιχο δικαίωμα των άρθρων 28 και 27 Ν 3461/2006 στα πλαίσια δημόσια πρότασης.

Η προσθήκη του άρθρου 49β, που ενδιαφέρει εν προκειμένω, εντάσσεται στην επιλογή του νομοθέτη να προστατεύσει τη μειοψηφία με περαιτέρω διατάξεις, ενισχύοντας τη θέση του μετόχου¹⁸, καθώς τόσο τα δικαιώματα της μειοψηφίας όσο και η γενική θέση του μετόχου, κρίθηκαν, υπό το προηγούμενο νομοθετικό πλαίσιο, «σε κάποιο βαθμό ανεπαρκή»¹⁹. Ειδικότερα, το δικαίωμα αυτό παρέχεται λόγω του κινδύνου καταπίεσης της μειοψηφίας από τον πλειοψηφούντα μέτοχο, χωρίς ωστόσο να απαιτείται η απόδειξη του κινδύνου αυτού²⁰.

¹⁵ Πρόκειται για μια πρωτοποριακή διάταξη την οποία σπάνια συναντούσαμε- με το συγκεκριμένο πεδίο εφαρμογής – σε αλλοδαπές έννομες τάξεις Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β Κ.Ν. 2190/1920 (εφεξής Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β), ΕΕμπΔ 2014, σελ. 779.

¹⁶Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ (άρθρα 49α, 49β, 49γ Κ.Ν. 2190/1920), (εφεξής Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ) 2009 σελ. 2.

¹⁷ Ο Ν 3604/2007 εισήγαγε ρυθμίσεις για τις εισηγμένες εταιρείες, προβλέποντας νέες ρυθμίσεις που εφαρμόζονται αποκλειστικά στις εισηγμένες εταιρείες ή εισάγουν αποκλίσεις από μια κύρια ρύθμιση. Βλ. Αυγητίδης, Ειδικές ρυθμίσεις για τις εισηγμένες εταιρείες στον Κ.Ν. 2190/1920, (εφεξής Αυγητίδης Ειδικές ρυθμίσεις για τις εισηγμένες εταιρείες) ΕπισκεΔ 2008, σελ. 386 επ.

¹⁸ «Ο Ν 2190/1920 δεν ήταν ποτέ ιδιαίτερα φιλικός προς τους μετόχους και τη μειοψηφία, αυτό δε είναι γνωστό όχι μόνο στην Ελλάδα, αλλά και διεθνώς» Περάκης, Το Νέο Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, 2007, σελ. 28. Βλ. Τέλλης, Εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας, σελ. 414.

¹⁹Περάκης, Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, 2007, σελ. 29, Ν. Κ. Ρόκας, Η προστασία των μετόχων και η πρόταση σχεδίου νόμου για την αναθεώρηση του Κ.Ν. 2190/1920 ΕΕμπΔ 2997, σελ. 236.

²⁰ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, 2012, σελ. 362, Τέλλης, Εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας (άρθρο 49γ ΚΝ 2190/1920) (εφεξής, Τέλλης, Εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας), ΕπισκεΔ Β/2008, σελ. 417 επ. Βλ. επίσης και Μπουλούκο/Κίτσου, Η εισαγωγή δικαιώματος αποκλεισμού [squeeze out] και εξόδου [“sell out”] των μετόχων μειοψηφίας στο ελληνικό δίκαιο «εισηγμένων» ΑΕ, ΕλλΔνη 2006, σελ. 1296 επ.

Ο θεσμός αυτός εμφανίζεται διεθνώς με δύο μορφές: α) στην πρώτη του μορφή, εμφανίζεται μέσω του δικαιώματος της μειοψηφίας να ζητήσει την εξαγορά των μετοχών της (δικαιωματικά εξαγορά - “sell out”) με σκοπό την αποχώρησή της από την εταιρεία και β) στη δεύτερη του μορφή, εμφανίζεται με τη μορφή της υποχρεωτικής εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας από τον πλειοψηφούντα μέτοχο (υποχρεωτική εξαγορά - “squeeze out”)²¹.

Τα άρθρα 49α και 49β αφορούν στην πρώτη μορφή εξαγοράς, η οποία με τη σειρά της υποδιαιρείται σε δύο περιπτώσεις : (i) στην πρώτη που αφορά στην εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας από την εταιρεία και (ii) στη δεύτερη που αφορά στην εξαγορά των μετοχών από τον πλειοψηφούντα μέτοχο. Με τον τρόπο αυτό, ο νομοθέτης ανταποκρίθηκε στην ανάγκη της μειοψηφίας να αποχωρήσει από την ΑΕ χωρίς όμως να προκαλέσει ζημία στα συμφέροντά της. Και στις δύο περιπτώσεις προβλέπονται συγκεκριμένες προϋποθέσεις και συγκεκριμένη διαδικασία εξαγοράς των μετοχών, που παρέχουν εχέγγυα αντικειμενικής κρίσης και προστασίας των συμφερόντων, όσων εμπλέκονται, με ιδιαίτερη σημασία να αποδίδεται στο οικονομικό αντάλλαγμα που θα λάβουν οι μέτοχοι της μειοψηφίας για την απώλεια των μετοχών τους.

Η δεύτερη μορφή εξαγοράς, δηλαδή η υποχρεωτική εξαγορά, προβλέφθηκε μόνο για τον πλειοψηφούντα μέτοχο και όχι και από την εταιρεία²². Μέσω αυτής της μορφής εξαγοράς η μειοψηφία υποχρεωτικώς απομακρύνεται από την εταιρεία, καθώς ο πλειοψηφών μέτοχος αναγκαστικά αποκτά τις μετοχές της²³. Έτσι ικανοποιείται η ανάγκη του πλειοψηφούντος μετόχου να διοικήσει και να εκμεταλλευθεί την εταιρεία χωρίς να χρειάζεται να έρθει σε σύγκρουση με τα αντιτιθέμενα συμφέροντα κάποιων μειοψηφούντων μετόχων²⁴.

²¹Οι δύο διατάξεις (49β και 49γ), παρότι εμφανίζονται ως αντίθετες όψεις του ίδιου νομίσματος, εντούτοις δεν υπηρετούν τους ίδιους δικαιοπολιτικούς σκοπούς. Ενώ το αρ. 49γ κ.ν. 2190/1920 εξυπηρετεί τα συμφέροντα της πλειοψηφίας και υπό συνθήκες (εμμέσως) και της εταιρείας, το αρ. 49β κ.ν. 2190/1920, που ενδιαφέρει εν προκειμένω, έχει τεθεί αποκλειστικά για την προστασία της μειοψηφίας, όπως αναλύεται εκτενέστερα κατωτέρω. Βενιέρης, σε ΔικΑΕ [επ. ύλης Ε. Περάκης], γ' έκδ. 2010, τομ. II, Εισαγωγικές παρατηρήσεις άρθρα 49γ-49γ αριθ. 3 επ.

²²Κρίθηκε αναγκαία από τον Έλληνα νομοθέτη η υποχρεωτική εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας μόνο από τον πλειοψηφούντα μέτοχο.

²³Η υποχρέωση της μειοψηφίας σε εξαγορά των μετοχών της χαρακτηρίζεται διεθνώς με τους αγγλοσαξονικούς όρους “freeze out” και “squeeze out”. Βλ. Παπαδημόπουλο, Τα δικαιώματα του “squeeze out” και του “sell out” υπό το φως της Οδηγίας 2004/25/EK σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς (εφεξής Παπαδημόπουλος, Τα δικαιώματα του “squeeze out” και του “sell out”), ΔΕΕ 2005, σελ. 396 επ.

²⁴Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 2.

II. Δικαίωμα της μειοψηφίας να επιβάλλει την εξαγορά των μετοχών της

Η περίπτωση της δικαιωματικής εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας διεθνώς χαρακτηρίζεται με τον αγγλοσαξονικό όρο *sell out*²⁵. Με τον όρο αυτό αποδίδεται το δικαίωμα του μετόχου της μειοψηφίας σε συγκεκριμένες περιπτώσεις και υπό ορισμένες προϋποθέσεις να εξέλθει της εταιρείας ρευστοποιώντας τις μετοχές του και λαμβάνοντας αντίστοιχη αποζημίωση - αντάλλαγμα. Η ρευστοποίηση αυτή διενεργείται μέσω μεταβίβασης των μετοχών του (συνήθως) στον πλειοψηφούντα μέτοχο, ενώ εξαιρετικά η ρευστοποίηση διενεργείται μέσω μεταβίβασης των μετοχών στην ίδια την εταιρεία²⁶.

Το δικαίωμα του “*sell out*” προβλέφθηκε στην Ελλάδα, για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες για πρώτη φορά με το Ν 3461/2006, για τις δημόσιες προτάσεις²⁷ που ισχύει ως προς τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες, ως εργαλείο προστασίας στα χέρια του απομείναντος μετόχου μειοψηφίας (κατά το πρότυπο του αγγλικού δικαίου)²⁸. Ειδικότερα, πηγή έμπνευσης του αρ. 49β Κ.Ν. 2190/1920 αποτέλεσε η παρόμοιου δικαιοπολιτικού προσανατολισμού διάταξη του αρ. 28 Ν. 3461/2006, όπου προβλέπεται «δικαίωμα εξόδου» της μειοψηφίας, όταν, συνεπεία πραγματοποίησης δημόσιας πρότασης απόκτησης κινητών αξιών, ο προτείνων αποκτήσει ποσοστό τουλάχιστον 90% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της εισηγμένης εταιρίας - στόχου. Γι’ αυτό το λόγο, άλλωστε, η εφαρμογή της διάταξης τελεί ρητά υπό «την επιφύλαξη των διατάξεων για τη δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών», στην οποία δίδεται και το προβάδισμα.

Όταν, λοιπόν, πρόκειται για εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά εταιρίες, σπανίως (έως μόνο θεωρητικά) θα κληθεί να εφαρμοστεί το άρθρο 49β, καθώς θα έχει νωρίτερα ενεργοποιηθεί το άρθρο 28 Ν. 3461/2006, το οποίο έχει και το προβάδισμα²⁹. Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί, ότι παρότι οι δύο διατάξεις παρουσιάζουν (το αρ. 49β Κ.Ν. 2190/1920 και το αρ. 28 Ν. 3461/2006) ομοιότητες σε δικαιοπολιτικό επίπεδο, εντούτοις

²⁵ Στην Γερμανία χρησιμοποιείται και ο όρος “*Andienungsrecht*” ή “*Austrittsrecht*”. Παπαδημόπουλος, Τα δικαιώματα του “*squeeze out*” και του “*sell out*”, σελ. 396.

²⁶ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 2.

²⁷ Το αρ. 28 Ν. 3461/2006 υιοθετήθηκε στο πλαίσιο της εναρμόνισης του ελληνικού δικαίου προς το αρ. 16 της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις δημόσιες προτάσεις. Αντίστοιχα το άρθρο 27 Ν. 3461/2006 ρυθμίζει το “*squeeze out*”.

²⁸ Κηπουργού, Η προστασία της μειοψηφίας στην περίπτωση της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης αγοράς κινητών αξιών (εφεξής Κηπουργού, Η προστασία της μειοψηφίας), 2014, σελ. 313 με παραπομπές .

²⁹ Βλ. Στις εισηγμένες εταιρίες η απόκτηση ποσοστού της τάξης του 90% και άνω είναι στην πράξη εφικτή μόνο μέσω δημόσιας πρότασης. Πρακτικά η συγκέντρωση του 95% σε ένα μέτοχο, στην περίπτωση των εισηγμένων εταιρειών, θα οδηγήσει, στο σύνολο σχεδόν των περιπτώσεων, στην υποβολή υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης, Βλ. Αυγητίδη, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς

διαφέρουν ουσιωδώς στη νομοθετική κατάστρωση του πραγματικού τους, το δε άρθρο 49β παρουσιάζει σημαντικά προς ερμηνεία ζητήματα, που δεν ανακύπτουν κατά την εφαρμογή του αρ. 28 Ν. 3461/2006³⁰.

B. Βασικά χαρακτηριστικά του θεσμού

I. Μεταβίβαση και αποζημίωση

Βασικό χαρακτηριστικό του θεσμού της εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας είναι ότι με αυτήν επιτυγχάνεται η έξοδος των μετόχων της μειοψηφίας από την ΑΕ μέσω μεταβίβασης των μετοχών τους και λήψης αντίστοιχου ανταλλάγματος³¹ για τη μεταβίβαση αυτή. Το αντάλλαγμα συνιστά το αντιστάθμισμα για την απώλεια της μετοχικής σχέσης του εξερχομένου μετόχου και για την απώλεια των μετοχών ως περιουσιακών στοιχείων³².

II. Συνέπειες όμοιες με αυτές της αναγκαστικής σύμβασης

Η εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας δυνάμει του άρθρου 49β (όπως βέβαια και δυνάμει των άρθρων 49α και 49γ) βασίζεται στην κάμψη της συμβατικής ελευθερίας των μετόχων (ή της εταιρείας στο άρθρο 49α)³³, οδηγώντας σε ένα είδος αναγκαστικής εκ τού νόμου σύμβασης μεταβίβασης των μετοχών της μειοψηφίας³⁴.

Στην περίπτωση της δικαιωματικής εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας από τον πλειοψηφούντα μέτοχο (ή την εταιρεία) οι αποκτώντες τις μετοχές εξαναγκάζονται εκ του νόμου στην απόκτηση τους, χωρίς να μπορούν να επιλέξουν το αν θα υποστούν την

³⁰ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 780

³¹ Όπως θα αναφερθεί στην συνέχεια, το αντάλλαγμα πρέπει να είναι δίκαιο και εύλογο, να υπολογίζεται με συγκεκριμένη διαδικασία και να ανταποκρίνεται στην πραγματική αξία που ενσωματώνει η μετοχή.

³² Γουγά, Το αντάλλαγμα κατά την εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας (squeeze - sell out) (εφεξής Το αντάλλαγμα κατά την εξαγορά) σε Μ. Θ. Μαρίνος (επιμ.), Η ανώνυμη εταιρία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς, 2011, σελ. 240.

³³ Βασικό στοιχείο της συμβατικής ελευθερίας κατά το άρθρο 361 ΑΚ είναι, αφενός η ελεύθερη επιλογή του προσώπου με το οποίο κάποιος θα συμβληθεί, και αφετέρου η ελεύθερη επιλογή του περιεχομένου της συμφωνίας τους. Η συμβατική ελευθερία επιβάλλει το κάθε πρόσωπο να ρυθμίζει τα περιουσιακά του δικαιώματα και τις περιουσιακές του σχέσεις με βάση την ελεύθερη βούλησή του. Βλ. Απ. Γεωργιάδης, Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου παρ. 1 αρ. 43. βλ. και σε Απ. Γεωργιάδη, Ενοχικό Δίκαιο, Γενικό Μέρος, παρ. 2 αρ. 8 επ.

³⁴ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 4.

έννομη συνέπεια της εξαγοράς³⁵. Ούτε βέβαια έχουν το δικαίωμα να καθορίσουν το περιεχόμενο της εξαγοράς, δεσμευόμενοι από την δικαστική απόφαση, η οποία και θα προσδιορίσει και το τίμημα απόκτησης των μετοχών της μειοψηφίας. Τα εμπλεκόμενα πρόσωπα δεν έχουν τη δυνατότητα επιλογής τού αν θα συμβληθούν, ούτε και τη δυνατότητα της επιλογής του «αντισυμβαλλομένου» τους, ούτε και τη δυνατότητα καθορισμού του περιεχομένου που θα λάβει η συμφωνία των μερών.

Τα μέρη μπορούν, βέβαια, αυτοβούλως και συμβατικά να επιλέξουν το περιεχόμενο μιας συμφωνίας μεταβίβασης αποφεύγοντας έτσι την επιβολή εξαγοράς από το δικαστήριο σύμφωνα με τη διαδικασία των άρθρων του Κ.Ν. 2190/1920. Ωστόσο, δεν μπορούν να αποτρέψουν την εξαγορά, εφόσον το μέρος στο οποίο έχει αποδοθεί το δικαίωμα ενεργοποίησης της διαδικασίας εξαγοράς το ασκήσει³⁶.

III. Επίδραση στη μετοχική σχέση στην ΑΕ

Βασική αρχή που χαρακτηρίζει τη μετοχική σχέση του κάθε μετόχου με την εταιρεία είναι η αρχή της ισότητας ή της ισότιμης μεταχείρισης³⁷, σύμφωνα με την οποία, όλα τα δικαιώματα που απορρέουν από τη μετοχική σχέση είναι ίσα τόσο σε αριθμό όσο και σε έκταση. Συνεπώς, η απονομή περισσότερων δικαιωμάτων σε συγκεκριμένους μετόχους και όχι σε όλους δεν είναι έγκυρη, διότι θίγει την αρχή αυτή.

Τα απορρέοντα από την μετοχική σχέση δικαιώματα σε μια ΑΕ διακρίνονται σε δικαιώματα εταιρικής συμμετοχής και περιουσιακά δικαιώματα³⁸. Η συμμετοχή του μετόχου στην εταιρεία μέσω της μετοχής έχει περιουσιακή φύση και υπόσταση, καθώς αναμένει τη συμμετοχή στα κέρδη και τη συμμετοχή στο προϊόν της εκκαθάρισης³⁹. Το περιουσιακό δικαίωμα του μετόχου τον καθιστά ένα είδος επενδυτή που επενδύει το κεφάλαιό του ως εισφορά στο μετοχικό κεφάλαιο της ΑΕ και αναμένει επιστροφή αυτού (στην εκκαθάριση) αλλά και ετήσιο όφελος (μέρισμα). Τα δικαιώματα διοικήσεως του μετόχου εκφράζονται κυρίως με το δικαίωμα ψήφου, σύγκλησης της ΓΣ, ελέγχου του

³⁵ Το ίδιο ισχύει ουσιαστικά και στην περίπτωση της υποχρεωτικής εξαγοράς των μετοχών. Η μειοψηφία δεν μπορεί να αποτρέψει την εξαγορά και τη μεταβίβαση των μετοχών της στις περιπτώσεις που ορίζει ο νόμος, αλλά είναι υποχρεωμένη να ανεχθεί την εκ του νόμου μεταβίβαση των μετοχών της.

³⁶ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 5.

³⁷ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, 2012, παρ. 33 αρ. 3, σελ. 366, Αυγητίδης, σε ΔικΑΕ άρθρο 30 αρ. 15 επ. Κοκκίνης, σε ΔικΑΕ άρθρο 11α αρ. 19. Βλ. βέβαια και Κουλορίδα, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 565, που αναφέρει πως ίση μεταχείριση δεν υπάρχει, υπάρχει μόνο δίκαιη μεταχείριση της μειοψηφίας από την πλειοψηφία.

³⁸ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, 2012 παρ. 33 αρ. 12, Κόκκινη, σε ΔικΑΕ άρθρο 11α αρ. 36 με παραπομπές

³⁹ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, 2012 παρ. 33 αρ. 15 επ. και 19

τρόπου διοίκησης της ΑΕ, πληροφόρησης για τις εταιρικές υποθέσεις, ακύρωσης αποφάσεων της ΑΕ κ.λπ.⁴⁰.

Ωστόσο, το δικαίωμα της μειοψηφίας για εξαγορά των μετοχών της από τον πλειοψηφούντα μέτοχο κατ' άρθρο 49β οδηγεί σε απόκλιση από τα παραπάνω. Λαμβάνει χώρα ένα είδος στάθμισης των συμφερόντων των εμπλεκόμενων προσώπων που οδηγεί στην κάμψη της αρχής της ισότητας⁴¹. Στην περίπτωση της δικαιωματικής εξαγοράς η μειοψηφία, του 5% και κάτω, του μετοχικού κεφάλαιού αποκτά ένα συγκεκριμένο επιπλέον δικαίωμα με σκοπό την προστασία της⁴². Ειδικότερα ο μικρομέτοχος θεωρείται πως μπορεί να αξιώσει την αποεπένδυση της συμμετοχής του και να αποχωρήσει από την ΑΕ. Σε αυτή την περίπτωση το δικαίωμα της μειοψηφίας εκ της μετοχής σταθμίζεται ως ασθενέστερο και άξιο προστασίας έναντι του δικαιώματος του πλειοψηφούντος μετόχου να αρνηθεί την οικονομική του επιβάρυνση με την απόκτηση των μετοχών της μειοψηφίας⁴³.

Κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο να έχει το δικαίωμα να επιλέξει τη συμμετοχή του ή μη σε μια εταιρεία, να αμυνθεί κατά κάθε μορφής απαγόρευσης της συμμετοχής του στην εταιρεία και να διατηρήσει την εταιρική συμμετοχή του (θετική έκφανση συμμετοχικού δικαιώματος). Επίσης, κάθε φυσικό και νομικό πρόσωπο έχει το δικαίωμα να αρνηθεί τη συμμετοχή του σε ένα εταιρικό σχήμα, τη συνέχιση της συμμετοχής του ή την αύξηση της συμμετοχής του σε εταιρικό σχήμα (αρνητική έκφανση συμμετοχικού δικαιώματος)⁴⁴. Μέσω των ρυθμίσεων περί εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας αλλοιώνεται η φύση του συμμετοχικού και του εταιρικού δικαιώματος ως έκφανσης της οικονομικής ελευθερίας όπως αυτή απορρέει από το άρθρο 5 παρ. 1 του Συντάγματος.

Ειδικότερα, στην περίπτωση της δικαιωματικής εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας η κάμψη του εταιρικού συμμετοχικού δικαιώματος συμβαίνει ως προς την αρνητική του έκφανση⁴⁵ αφού ο πλειοψηφών μέτοχος, αν και δεν υποχρεούται να διατηρήσει ή να αυξήσει τη συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας,

⁴⁰ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, 2012 παρ. 33 αρ. 12 επ.

⁴¹ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 7

⁴² Προς την ίδια κατεύθυνση της κάμψης της αρχής της ισότητας οδηγεί και η αναγκαστική εξαγορά. Αυτό ισχύει καθώς αποδίδεται στον πλειοψηφούντα μέτοχο που κατέχει τουλάχιστον το 95% των μετοχών της ΑΕ το δικαίωμα μονομερώς να εκκινήσει τη διαδικασία απόκτησης του συνόλου των μετοχών.

⁴³ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 9, Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 775

⁴⁴ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 9

⁴⁵ Αντίστοιχα στην περίπτωση της υποχρεωτικής εξαγοράς ο εταιρικό δικαίωμα συμμετοχής στην εταιρεία και η θετική του έκφανση κάμπτονται. Η μειοψηφία, αν και έχει το δικαίωμα συμμετοχής στην εταιρεία, εξαναγκάζεται σε αποχώρηση ενάντια ή αδιάφορα της πραγματικής της βούλησης.

εξαναγκάζεται σε αύξηση της συμμετοχής του κατά το ποσοστό του μικρομετόχου ή και σε απόκτηση του συνόλου των μετοχών της ΑΕ προκειμένου να διευκολύνει το μικρομέτοχο στην αποχώρησή του από την ΑΕ.

Μέσω του θεσμού της εξαγοράς αναγνωρίζεται η υπάρχουσα κατάσταση, ότι δηλαδή όσο μικρότερη συμμετοχή έχει στο μετοχικό κεφάλαιο μιας ΑΕ ένας μέτοχος, τόσο πιο αποδυναμωμένο ή ανύπαρκτο αξιολογείται το συμμετοχικό του δικαίωμα. Για το λόγο αυτό και ο μικρομέτοχος αντιμετωπίζεται πλέον περισσότερο ως επενδυτής⁴⁶, με περιουσιακά δικαιώματα και εξουσίες αλλά ουσιαστικά χωρίς εταιρικά και συμμετοχικά δικαιώματα στην ΑΕ⁴⁷. Ενώ το συμμετοχικό εταιρικό δικαίωμα του πλειοψηφούντος μετόχου προτάσσεται ως ιεραρχικώς ανώτερο έναντι του αντίστοιχου δικαιώματος του μικρομετόχου⁴⁸.

Η εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας κατ' άρθρο 49β έχει ως συνέπεια την αποχώρηση της μειοψηφίας από την ΑΕ έναντι αποζημίωσής της και την απόδοση του συνόλου των μετοχών στον πλειοψηφούντα μέτοχο. Η εξαγορά σε καμιά περίπτωση δεν επιφέρει αλλαγές στη νομική φύση της ΑΕ. Η ΑΕ παραμένει ως έχει, με δική της νομική προσωπικότητα και με όργανα που λειτουργούν, χωρίς να αλλοιώνονται τα νομικά της χαρακτηριστικά. Ενδέχεται, ωστόσο, η εταιρεία να μετατραπεί σε μονοπρόσωπη ΑΕ.

Γ. Λόγοι που υπαγορεύουν την εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας

Ο νομοθέτης επέλεξε την εισαγωγή του θεσμού της εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας προκειμένου να εξυπηρετηθούν τα συμφέροντα των μετόχων, τα συμφέροντα της ίδιας της εταιρείας αλλά και η ελευθερία των συναλλαγών και η λειτουργία της οικονομίας γενικότερα. Περαιτέρω, υποστηρίζεται ότι με την εισαγωγή του εν λόγω θεσμού διευκολύνεται η δημιουργία μονοπρόσωπων ΑΕ, οι οποίες διοικούνται με τρόπο πιο ευέλικτο και έχουν ως εκ τούτου ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα έναντι των λοιπών

⁴⁶ Στην εισηγμένη ΑΕ απαντάται κατά κύριο λόγο ο τύπος του μετόχου-επενδυτή, ενώ στην κοινή ΑΕ ο μέτοχος -επιχειρηματίας. Σε αντίθεση με τον μέτοχο -επιχειρηματία της κοινής ΑΕ, ο οποίος ενδιαφέρεται για την αποδοτικότητα της εταιρείας σε μακροπρόθεσμη προοπτική, ο μέτοχος -επενδυτής προσδοκά στην επίτευξη βραχυπρόθεσμων κερδών από τη ρευστοποίηση της επένδυσής του. Βλ. Γουγά, Το αντάλλαγμα κατά την εξαγορά, σελ. 239.

⁴⁷ Η δυνατότητα αποεπένδυσης με άμεση ρευστοποίηση της επενδυτικής θέσης που καθιερώνει το άρθρο 49β, φανερώνει τη θεώρηση και προστασία του μετόχου, ως επενδυτή, βλ. Τέλλης, Από την προστασία του μετόχου στην προστασία του επενδυτή - παράλληλες και ειδικές μορφές προστασίας, ΕπισκΕΔ Β/2009, σελ. 278.

⁴⁸ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 10.

ΑΕ⁴⁹. Υποστηρίζεται ακόμα, ότι ο θεσμός της εξαγοράς λειτουργεί ως υποκατάστατο του δικαιώματος καταγγελίας των διαρκών συμβάσεων⁵⁰. Παρατηρείται ότι οι περισσότεροι λόγοι προς όφελος της εταιρείας δικαιολογούν κυρίως την υποχρεωτική εξαγορά (άρθρο 49γ) ενώ οι λόγοι προς όφελος της μειοψηφίας τη δικαιωματική εξαγορά (άρθρα 49α, 49β). Στην παρούσα εργασία θα αναφερθούμε μόνο στους λόγους που εξυπηρετούν τα συμφέροντα της μειοψηφίας στην κατ' άρθρο 49β εξαγορά.

I. Ανάγκη προστασίας της μειοψηφίας

Η προστασία της μειοψηφίας κατά της παντοδυναμίας της πλειοψηφίας είναι από τα δυσχερέστερα προβλήματα του δικαίου της ΑΕ. Ο πυρήνας αυτής της προβληματικής είναι ότι η πλειοψηφία⁵¹ στην πράξη ενδέχεται να διοικήσει την εταιρία σύμφωνα με τα δικά της συμφέροντα⁵², αγνοώντας τα εύλογα συμφέροντα της μειοψηφίας⁵³, ακόμα και τα πραγματικά συμφέροντα της εταιρείας, καθώς και τη θέση της μειοψηφίας⁵⁴ ως «παράγοντος διαμορφωτικού της εταιρικής ζωής»⁵⁵.

Όπως είναι γνωστό, στην ανώνυμη εταιρία ισχύει η «κεφαλαιουχική δημοκρατία»⁵⁶ με τους μετόχους να δύνανται να έχουν διαφορετικά ποσοστά συμμετοχής, διαφορετικά συμφέροντα και επιδιώξεις. Η κυριότητα ή η κατοχή⁵⁷ της πλειοψηφίας των μετοχών σε μία ανώνυμη εταιρία σημαίνει ότι, καταρχάς, ο πλειοψηφών

⁴⁹ Τέλλης, Εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας, σελ. 414

⁵⁰ Γουγά, Το αντάλλαγμα κατά την εξαγορά, σελ. 244.

⁵¹ «Η κυριαρχία της πλειοψηφίας διαφοροποιείται αναλόγως εάν οι μειοψηφούσες μετοχές είναι διεσπαρμένες εις πολλούς μικρούς μετόχους ή εάν αυτές είναι συγκεντρωμένες εις χείρας μιας ή ολίγων ισχυρών μειοψηφιών. Ο νόμος προβλέπει κλιμάκωσιν των μειοψηφικών δικαιωμάτων ανάλογον προς τα ποσοστά μειοψηφίας» Βλ. Γεωργιάδη, γνμδ., ΕλλΔνη 1983, σελ. 601.

⁵² Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, 2012, σελ. 414.

⁵³ Αλεξανδρίδου, Δίκαιο εμπορικών εταιριών, 2012, σελ. 460 (εφεξής, Αλεξανδρίδου, Δίκαιο εμπορικών εταιριών).

⁵⁴ Μειοψηφία στην ανώνυμη εταιρία θεωρείται ότι αποτελεί ένας ή περισσότεροι μέτοχοι των οποίων οι μετοχές αντιπροσωπεύουν λιγότερο από το 50% του εταιρικού κεφαλαίου. Ε. Γκολογκίνα - Οικονόμου, Rights of minority shareholders σε Ε. Περάκη, Rights of minority shareholders, XVIth Congress of the International Academy of Comparative Law, Brisbane, 2002, σελ. 415.

⁵⁵ Δεδούλη - Λαζαράκη, Εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας από την Ανώνυμη Εταιρία, ΔΕΕ 2017, σελ. 327.

⁵⁶ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, 2012, παρ. 26, αρ. 21, σελ. 190., Γκρίτζαλης, Δικαιώματα μειοψηφίας και προσωπικά στοιχεία του μετόχου στο Ν 3604/2007, ΧρΙΔ Η/2008, σελ. 875: «Η ΑΕ είναι συστηματικά διαρθρωμένη στη λογική της αναλογίας μεταξύ του ύψους της συμμετοχής και της δυναμικής της θέσης του μετόχου σε αυτή (αρχή της αναλογίας της μετοχής). Ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής του, ο μέτοχος είναι δυνατόν να καταστεί φορέας κάποιων εκ των δικαιωμάτων, η άσκηση των οποίων συναρτάται προς την κατοχή συγκεκριμένων ποσοστών συμμετοχής (συμμετοχικά δικαιώματα)».

⁵⁷ Σε περίπτωση ενεχύρου ή επικαρπίας της μετοχής, εφόσον δεν υπάρχει αντίθετη συμφωνία και το επιτρέπει το καταστατικό, δικαίωμα συμμετοχής και ψήφου μπορεί να φέρει ο ενεχυράσας ή ο ψιλός κύριος αντίστοιχα (άρθρο 30α του Κ.Ν. 2190/1920, Ρόκας, Εμπορικές Εταιρίες, σελ. 394, Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 75, παρ. 266-268, Κουλορίδας, Άρθρο 30α σε ΔικΑΕ [επ. ύλης Περάκης], γ' έκδ. 2010, τομ. II σελ. 1259 επ.

μέτοχος έχει τη δυνατότητα να διοικήσει την εταιρία όπως επιθυμεί, επιλέγοντας το διοικητικό συμβούλιο ή ορισμένα μέλη αυτού ή ακόμη και διατηρώντας καταστατικά το δικαίωμα να συμμετέχει ο ίδιος μόνιμα σε αυτό (με δυνατότητα να αυτοδιορίζεται κάθε έξι χρόνια) εξασφαλίζοντας έτσι πλειοψηφία και άρα τον έλεγχο του οργάνου. Για το λόγο αυτό, το εταιρικό δίκαιο προστατεύει την μειοψηφία με μηχανισμούς οι οποίοι διασφαλίζουν, την ισότιμη μεταχείριση ή κατά άλλους τη δίκαιη μεταχείρισή της από την πλειοψηφία⁵⁸.

Κύριος στόχος του εταιρικού δικαίου είναι η προστασία των μετόχων - μελών του νομικού προσώπου απέναντι σε αυθαιρεσίες της διοίκησης και των κυρίαρχων μετόχων, κυρίως μέσω της αναγνώρισης ατομικών δικαιωμάτων διοίκησης και ελέγχου καθώς και των δικαιωμάτων μειοψηφίας⁵⁹. Τα δικαιώματα μειοψηφίας έχουν χαρακτήρα αντισταθμιστικό, όταν τα καταρχήν δικαιώματα του (κάθε) μετόχου δεν επαρκούν για να καταστήσουν την έννομη θέση του ικανοποιητική και την προστασία της επένδυσής του αποτελεσματική⁶⁰. Από τα ως άνω γίνεται κατανοητό ότι η παροχή δικαιωμάτων στη μειοψηφία χρησιμοποιείται από το δίκαιό μας ως ένα από τα μέσα περιστολής ή ελέγχου της εξουσίας της πλειοψηφίας. Εξάλλου η σύνθλιψη της μειοψηφίας μπορεί να έχει αρνητικές συνέπειες, όχι μόνο, για τα συμφέροντά της, αλλά μπορεί να έχει αρνητικές επιπτώσεις και στον τρόπο διοίκησης της ίδιας της εταιρίας. Υποστηρίζεται δε, ότι μία ισχυρή και ελέγχουσα μειοψηφία αποτελεί μία σημαντική ασφαλιστική δικλείδα ορθής εταιρικής διακυβέρνησης⁶¹. Γι' αυτό άλλωστε και σε κοινοτικό επίπεδο η σχετική πρωτοβουλία κατέληξε στην Οδηγία 2007/36/EK, με την οποία επιδιώκεται η ενίσχυση της θέσης των μετόχων (κυρίως των μικρομετόχων) και η οποία ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με τον. 3884/2010, ο οποίος τροποποίησε σε διάφορα σημεία τον Κ.Ν. 2190/1920.

Αναμφίβολα, ένα από τα πλεονεκτήματα της ανώνυμης εταιρίας είναι ότι ο μέτοχος είναι φορέας χρηματοδότησής της, και έτσι καθίσταται ευκολότερη η συγκέντρωση κεφαλαίου. Ακολουθώντας, για να ρέει ομαλά η χρηματοδότηση της εταιρίας και από μικρομετόχους, θα πρέπει να προστατεύονται με δικαίωμα εξόδου ⁶², το οποίο βεβαίως

⁵⁸ Κουλορίδας, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 565.

⁵⁹ Τέλλης, Από την προστασία του μετόχου στην προστασία του επενδυτή - παράλληλες και ειδικές μορφές προστασίας, ΕπισκΕΔ Β/2009, σελ. 275.

⁶⁰ Περάκης, Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας, σελ. 29, Αλεξανδρίδου, Δίκαιο εμπορικών εταιριών, σελ. 460.

⁶¹ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β Κ.Ν. 2190/1920, σελ. 782.

⁶² "Exit rather than voice" βλ. Περάκης, Introductory chapter σε Περάκη, Rights of minority shareholders, σελ. 62.

θα ασκείται βάσει ορισμένων προϋποθέσεων, έτσι ώστε να γνωρίζουν ότι με τη συνδρομή και μόνο ορισμένων προϋποθέσεων θα μπορέσει να εξαγοραστεί το μειοψηφικό τους πακέτο από την εταιρία ή τον πλειοψηφούντα μέτοχο, εφόσον δεν μπορέσουν να το ρευστοποιήσουν στην αγορά⁶³.

Από την άλλη πλευρά, όμως, η εταιρία πρέπει να συνεχίσει να λειτουργεί χωρίς να παρεμποδίζεται από την άσκηση δικαιωμάτων της μειοψηφίας οσάκις αυτά ασκούνται κατά τρόπο καταχρηστικό⁶⁴. Η καταχρηστική άσκηση των δικαιωμάτων της μειοψηφίας μπορεί να παρεμποδίσει τη λειτουργία της εταιρίας, δεδομένου ότι ακόμη και ανταγωνιστές της εταιρίας έχουν τη δυνατότητα να αποκτήσουν μετοχές της⁶⁵, και η μειοψηφία ενδέχεται να έχει γίνει ανεπιθύμητη⁶⁶. Το αποτέλεσμα της εξισορρόπησης της σύγκρουσης συμφερόντων⁶⁷ και δικαιωμάτων πλειοψηφίας – μειοψηφίας είναι η περιοριστική απαρίθμηση των δικαιωμάτων της μειοψηφίας στο Κ.Ν. 2190/1920.

Από την ανάλυση που προηγήθηκε αναδείχθηκε η ανάγκη προστασίας της μειοψηφίας και δημιουργίας νομικών και οικονομικών καταστάσεων προς όφελός της, γεγονός που επιδιώκει η καθιέρωση του θεσμού της εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας. Η καθιέρωση αυτού του θεσμού επιλύει προβλήματα του παρελθόντος, συμπληρώνει την υπάρχουσα προστασία της μειοψηφίας μέσω των δικαιωμάτων μειοψηφίας, καθώς διευρύνει το εύρος αλλά και το είδος της⁶⁸.

⁶³ Δεδούλη - Λαζαράκη, Εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας από την Ανώνυμη Εταιρία. ΔΕΕ 2017, σελ. 325

⁶⁴ «Η τυχόν πέραν του δέοντος ενίσχυσή τους [των μετόχων της μειοψηφίας] θα επέφερε αντιστρόφως την καταδυνάστευση των μετόχων της πλειοψηφίας από τη μειοψηφία» (Ε.Φ. Λεβαντής, Η κατά την τελευταία τριακονταετία αντιμετώπιση από τη νομοθεσία και τη νομολογία μας της δυναμικής θέσεως των μετόχων της μειοψηφίας, σε Αφιέρωμα εις Ανδρέα Δ. Λουκόπουλον, εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα, 1993, σελ. 48). Έχει, επίσης υποστηριχθεί ότι η προστασία της μειοψηφίας των μετόχων με κανόνες αναγκαστικού δικαίου, με τους οποίους εμποδίζεται η πλειοψηφία από το να τροποποιεί άρθρα του καταστατικού για να εκμεταλλευτεί τη μειοψηφία, μπορεί, τελικά, με την ανελαστικότητά τους, όχι μόνο να αποτελέσουν πρόβλημα για την πλειοψηφία των μετόχων αλλά και να βλάψουν την εταιρία και έτσι τους μετόχους τους σαν σύνολο (P.P. Lele & M.M. Siems, Shareholder protection: a leximetric approach, (2007) 7 Journal of Corporate Law Studies, 34-35. Υποσημείωση με αριθμό 54 σε Δεδούλη - Λαζαράκη, Εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας από την Ανώνυμη Εταιρία.

⁶⁵ Αλεξανδρίδου, Δίκαιο εμπορικών εταιριών, σελ. 460.

⁶⁶ Βενιέρης σε ΔικΑΕ [επ. ύλης Ε. Περάκης], 2010, τομ. II, Εισαγωγικές παρατηρήσεις άρθρα 49γ-49γ, αρ. 3, σελ. 1925.

⁶⁷ Κουλορίδας, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 565.

⁶⁸ Πρβλ. και Περάκη, Το νέο δίκαιο με ανώνυμης εταιρείας, σελ. 30 όπου ρητώς αναφέρει πως η διάταξη αυτή αποσκοπεί στην προστασία της μειοψηφίας σελ. Το ίδιο Σπυρίδωνος, σε ΔικΑΕ, ό.π., Παράρτημα άρθρων 39-40ε αρ. 154 επ., και Σπυρίδωνος, Τα δικαιώματα της μειοψηφίας στην ανώνυμη εταιρεία, αρ. 2234 επ., όπου προβλέπει τη δικαιωματική εξαγορά ως μέσο επαύξησης της προστασίας της μειοψηφίας. Το ίδιο Κουλορίδας, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β σελ. 566 που προβάλλει το ερώτημα αν το δικαίωμα εξόδου αποτελεί δικαίωμα ελάχιστης προστασίας. Πρβλ. και Περάκης, Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας Ο Κ.Ν. 2190/1920 όπως ισχύει μετά το Ν 3604/2007, Εισαγωγικές παρατηρήσεις, σελ. 28, όπου αναφέρει πως το ελληνικό νομικό σύστημα με άριστα το 6 θεωρείται πως προστατεύει το μέτοχο κατά τρόπο που βαθμολογείται με 2. Μετά την τροποποίηση που (εισήγαγε και τις παραπάνω διατάξεις περί εξαγοράς) θεωρεί πως βαθμολογείται πλέον το ελληνικό σύστημα με το βαθμό 4, Περάκης, Ζητήματα του νέου νομού 3604/2007 για τις ανώνυμες εταιρίες, ΝοΒ 2008 σελ. 523.

Στη συνέχεια εκτίθενται οι συνηθέστεροι λόγοι, προς όφελος της μειοψηφίας, που υπαγόρευαν την καθιέρωση του θεσμού της εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας από τον πλειοψηφούντα μέτοχο.

II. Αποφυγή άσκησης των δικαιωμάτων μειοψηφίας

Ο Κ.Ν. 2190/1920 προβλέπει σειρά δικαιωμάτων που απονέμει στη μειοψηφία όπως αυτά ρυθμίζονται από τα άρθρα 26, 39 και 40, τα οποία μαζί με τη δυνατότητα ακυρώσεως των αποφάσεων της ΓΣ, που προβλέπεται στα άρθρα 35α και 35β, παρέχουν στη μειοψηφία ευρύ πλέγμα δικαιωμάτων. Παρατηρείται ωστόσο ότι στην καθημερινή πρακτική δεν είναι απίθανο η άσκηση των δικαιωμάτων της μειοψηφίας να μην επιφέρει άμεσα τα επιθυμητά αποτελέσματα, ή ενδέχεται να επιφέρει αποτελέσματα μετά από απώλεια χρόνου και χρήματος της μειοψηφίας. Ακόμα είναι πιθανό να μην επιτυγχάνεται καν ο στόχος της προάσπισης των συμφερόντων της μειοψηφίας. Για το λόγο αυτό τονίζεται από τη βιβλιογραφία ότι, ο μικρομέτοχος αντιλαμβάνεται ότι δεν έχει πλέον νόημα η παραμονή του στην ΑΕ, η προσπάθεια να βελτιώσει την θέση του δεν έχει ρεαλιστική προοπτική και έτσι επιλέγει να εξέλθει αντί να διαγγείλει τη διαμαρτυρία του⁶⁹.

Η δυνατότητα της εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας και της εξόδου από την ΑΕ ενδέχεται να παρέχει πιο άμεση και επιτυχή προστασία στα συμφέροντα της μειοψηφίας σε συγκεκριμένες περιπτώσεις. Η δυνατότητα εξαγοράς μπορεί να λειτουργήσει ως μέσο εκτόνωσης της μειοψηφίας, απαλλάσσοντάς την από χρονοβόρες και πολυδάπανες ενέργειες που η άσκηση των δικαιωμάτων μειοψηφίας συνεπάγεται, οι οποίες δεν της εξασφαλίζουν καν την αποτελεσματική προάσπιση των συμφερόντων της μειοψηφίας. Η μειοψηφία λοιπόν, εξοπλισμένη με το δικαίωμα εξόδου έχει ένα πιο αποτελεσματικό μέσο αντίδρασης και απαλλαγής από πρακτικές και καταστάσεις που θεωρεί πως δεν την ευνοούν⁷⁰.

Συνάγεται ότι, η μειοψηφία πέραν των βασικών δικαιωμάτων προστασίας της εκ των άρθρων 26, 39 και 40 επ. του Κ.Ν. 2190/1920 έχει ένα επιπλέον πιο δραστικό και

⁶⁹ Πρβλ. Perakis, σε Perakis, σελ. 62, Έτσι και Wymeersch/Jakhian/Caeymaex, σε Perakis σελ. 211 αλλά και Παπαδημόπουλος, Το δικαίωμα εξόδου του μετόχου από την εταιρεία, 495, όπου κάνει αναφορά στο ρητό "exit rather than voice".

⁷⁰ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 20.

άμεσο τέχνασμα⁷¹ αντίδρασης και προάσπισης των συμφερόντων της, την έξοδο από την εταιρεία και την αποφυγή της (ίσως άσκοπης) σύγκρουσης με την πλειοψηφία.

III. Δικαίωμα εξόδου μετά από εξαγορά εταιρείας

Είναι σύνηθες μετά από μια επιτυχή δημόσια πρόταση εξαγοράς, και ενώ η συντριπτική πλειοψηφία αποδέχεται την εξαγορά και μεταβιβάζει στον εξαγοράζοντα τις μετοχές της, να απομένει ένα ποσοστό μικρομετόχων που δεν αποδέχθηκαν την πρόταση θεωρώντας πως η εξαγορά δεν εξυπηρετεί τα συμφέροντα των ιδίων ή της εξαγοραζόμενης εταιρείας και πλέον η παραμονή τους στην εταιρία καθίσταται ασύμφορη⁷². Ακόμη, λαμβανομένων υπόψη των μετόχων που απαρτίζουν συνήθως την μειοψηφία σε μια εισηγμένη ΑΕ, αυτοί είναι μικροεπενδυτές, ιδιώτες επενδυτές, και κυρίως οι μέτοχοι – επενδυτές⁷³ που συμμετέχουν στην εταιρία με στόχο το βραχυπρόθεσμο κέρδος χωρίς να ενδιαφέρονται για περαιτέρω επενδύσεις στην εταιρεία⁷⁴.

Η μειοψηφία αυτή, μετά την εξαγορά, παραμένει εγκλωβισμένη στην ΑΕ⁷⁵ χωρίς ουσιαστικά να έχει τη δυνατότητα μεταβιβάσει ελεύθερα τις μετοχές της. Περαιτέρω, είναι υποχρεωμένη ως μειοψηφία να αποδεχθεί και να «υποδεχθεί» τον εξαγοράζοντα στην ΑΕ, παρά την προηγηθείσα αντίταξη της στην όλη προσπάθεια εξαγοράς της εταιρείας από εκείνον⁷⁶. Ο εξαγοράζων δε μέτοχος, από την πλευρά του, μετά και την δεδομένη απόκτηση του ελέγχου της εταιρείας, ενδεχομένως, να μην ενδιαφέρεται για την απόκτηση των μετοχών και της εναπομείνουσας μειοψηφίας, καθώς ελέγχει ήδη την εταιρεία-στόχο. Η μειοψηφία συνήθως σε μια τέτοια περίπτωση δεν μπορεί να διαθέσει

⁷¹ Όχι όμως δικαίωμα μειοψηφίας με την τεχνική έννοια του όρου. Βλ. παραπάνω σελ. 7.

⁷² Ρητώς ο Perakis, σε Perakis, σελ. 58 θεωρεί πως το δικαίωμα της μειοψηφίας να αποχωρήσει αποτελεί αμυντικό δικαίωμα σε αντίδραση μιας εξαγοράς της εταιρείας.

⁷³ Για την ομάδα αυτή λέγεται χαρακτηριστικά ότι: «γνωρίζουν μόνο την επωνυμία της εταιρίας αγνοώντας ακόμη και το αντικείμενό της», «μία ανώνυμη μάζα που παραμένει επιχειρηματικά αδιάφορη και κατ' ουσίαν ανίσχυρη χωρίς δυνατότητα επιρροής στην εταιρία», σε Τριανταφυλλάκη, Το συμφέρον της επιχείρησης ως κανόνας συμπεριφοράς των οργάνων της ΑΕ, 1998, σελ. 102-103.

⁷⁴ Αυγητίδης, Εξαγορά πλειοψηφικού πακέτου ανώνυμης εταιρείας στο χρηματιστήριο και προστασία της μειοψηφίας, ΔΕΕ 2001, σελ. 573.

⁷⁵ Από Burkart/Panunzi, Mandatory Bids, Squeeze-Outs, Sell-Out and the Dynamics of the Tender Offer Process, 2004, σελ. 20 γίνεται λόγος και για καταχρηστική συμπεριφορά του νέου αποκτώντα, που επιβαρύνει τη μειοψηφία και καθιστά μη ανεκτή τη διατήρηση της μετοχικής της σχέσης. Βλ. και Λέκκα Γ., Η δημόσια πρόταση εξαγοράς, ΧρηΔικ 2008, σελ. 34 όπου κάνει λόγο για το φαινόμενο prisoner's dilemma. Βλ. και Κουλορίδα, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 568 που αναφέρει πως το δικαίωμα εξόδου του μετόχου μειοψηφίας αποτελεί αντιστάθμισμα και εξισορρόπηση στο δικαίωμα του πλειοψηφούντος μετόχου να εξαγοράσει και ελέγξει το σύνολο των μετοχών.

⁷⁶ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 21.

ούτε σε τρίτους τις μετοχές της, καθώς είναι λογικό να μην ενδιαφέρεται κάποιος να λάβει τη θέση της μειοψηφίας σε μια ΑΕ με τέτοια αναλογία ποσοστών και με τέτοιο ισχυρό έλεγχο από την πλειοψηφία. Με τα δεδομένα αυτά το δικαίωμα μεταβίβασης των μετοχών της μειοψηφίας και αποχώρησης από την ΑΕ αποτελεί άμεση και αποτελεσματική λύση για την «ασφυκτιούσα» μειοψηφία.

Πέρα των ανωτέρω, υποστηρίζεται⁷⁷ ως λόγος καθιέρωσης της δικαιωματικής εξαγοράς η δυνατότητα που παρέχεται μέσω αυτής στον μικρομέτοχο που αρχικά αρνήθηκε την μεταβίβαση των μετοχών του στο πλαίσιο εξαγοράς της ΑΕ, να μπορεί να επαναξιολογήσει τις επιλογές του, ειδικά όταν πλέον ο προτείνων έχει την πλειοψηφία που του χρειάζεται για να ελέγχει την εταιρεία⁷⁸. Αν υποχρεωνόταν ο μικρομέτοχος να παραμείνει στην ΑΕ, τότε θα υφίστατο ένα είδος τιμωρίας και εξαναγκασμού από το (νέο) πλειοψηφούντα μέτοχο λόγω της αρχικής του άρνησης να μεταβιβάσει τις μετοχές του. Αντιθέτως, η παροχή του δικαιώματος της εξόδου επιτρέπει στο μικρομέτοχο να επαναξιολογήσει τα νέα δεδομένα μετά την επιτυχία της προσπάθειας εξαγοράς και να απεγκλωβιστεί αποχωρώντας από την ΑΕ μεταβιβάζοντας τις μετοχές της στον πλειοψηφούντα μέτοχο, εφόσον η αρμονική συνύπαρξη στη εταιρεία δεν είναι πλέον εφικτή. Έτσι ο πλειοψηφών μέτοχος απαλλάσσεται από το βάρος της μειοψηφίας, ενώ και η μειοψηφία ευνοείται καθώς δεν υποχρεούται να υφίσταται την πλειοψηφική ελευθερία του νέου πλειοψηφούντος μετόχου⁷⁹.

IV. Ελευθερία παύσης της μετοχικής σχέσης

Είναι πιθανό η μειοψηφία να μην έχει πλέον πρόθεση να συνεχίσει τη συμμετοχή της στο συγκεκριμένο εταιρικό σχήμα της ΑΕ και να επιθυμεί την αποχώρησή της από την ΑΕ, κάτι που ο νομοθέτης οφείλει να το εξασφαλίσει ως δυνατότητα ειδικά στην ΑΕ, στην οποία η ευκολία ρευστοποίησης της συμμετοχής αποτελεί θεμελιώδη αρχή αναγκαστικού δικαίου που διέπει τη μετοχική σχέση⁸⁰.

Η μειοψηφία ειδικά αυτή που βρίσκεται με ποσοστό μικρότερο του 5/100 του μετοχικού κεφαλαίου, αποτελεί πλέον (κυρίως) είδος επενδυτή που συμμετέχει με περιουσιακά δικαιώματα στην ΑΕ και κατ' ουσίαν δεν αποτελεί υπολογίσιμο εταιρικό

⁷⁷Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 21.

⁷⁸Burkart/Panunzi, Mandatory Bids, Squeeze-Outs, Sell-Out and the Dynamics of the Tender Offer Process, 2004 σελ. 20.

⁷⁹ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 21.

⁸⁰ Παπαδημόπουλος, Το δικαίωμα εξόδου του μετόχου από την εταιρεία, σελ. 494.

συμμέτοχο⁸¹. Η μειοψηφία αυτή αδυνατεί να παρέμβει αποτελεσματικά στη λειτουργία της ΑΕ και τη δραστηριότητα αυτής και γι' αυτό ενδέχεται να επιθυμεί να αποχωρήσει από την ΑΕ.

Ακόμα, δεν είναι ασύνηθες κάποιες αποφάσεις της πλειοψηφίας ή η αλλαγή του τρόπου λειτουργίας και της δραστηριότητας της ΑΕ να έχουν καταστήσει μη ανεκτή τη διατήρηση της μετοχικής σχέσης για τμήμα της μειοψηφίας⁸². Η αποδοχή καταστάσεων που διέπουν μια ΑΕ και τον τρόπο λειτουργία της ενδέχεται να εξωθεί τους μικρομετόχους στην αποχώρηση από αυτήν.

Τα παραπάνω σε συνδυασμό με το γεγονός, πως το μετοχικό κεφάλαιο έχει συγκεντρωθεί σε τέτοιο βαθμό από τον πλειοψηφούντα μέτοχο, ώστε η εύρεση ενδιαφερομένου αγοραστή και η μεταβίβαση σε αυτόν των μετοχών της μειοψηφίας να είναι σχεδόν αδύνατη. Αυτή η κατάσταση επιτείνεται ειδικά για τις εταιρείες που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο⁸³, φαινόμενο ιδιαίτερα σύνηθες στη Ελλάδα, αλλά και γενικότερα στις χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης, όπου κυριαρχούν οι μη εισηγμένες μικρές, οικογενειακές ή κλειστές εταιρείες και δεν υπάρχει ανοικτή αγορά, προκειμένου να ρευστοποιήσει ελεύθερα ο μέτοχος τις μετοχές του και να αποχωρίσει, ειδικά δε όταν υπάρχει συμπαγής πλειοψηφία. Όσο μάλιστα μικρότερο είναι το μειοψηφικό πακέτο και όσο μεγαλύτερη και πιο συμπαγής η πλειοψηφία, τόσο δυσχερέστερη καθίσταται η ανεύρεση υποψήφιου αγοραστή του μειοψηφικού πακέτου⁸⁴.

Ακόμα όμως και για εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο, συγκεκριμένες συνθήκες αίρουν ή σχετικοποιούν τη δυνατότητα ρευστοποίησης της εταιρικής συμμετοχής⁸⁵. Συγκεκριμένα η συγκέντρωση των μετοχών συνήθως οδηγεί σε σημαντική μείωση της διασποράς των μετοχών, η μείωση της διασποράς με τη σειρά της αλλοιώνει την ορθή εφαρμογή των κανόνων της προσφοράς και της ζήτησης και επιφέρει τεχνητή αύξηση της τιμής της μετοχής. Αυτό με τη σειρά του επιφέρει την απροθυμία άλλων επενδυτών να αποκτήσουν τις μετοχές σε τιμή της μετοχής αναντίστοιχη με την αξία της ΑΕ και αδικαιολόγητη για μεταβίβαση⁸⁶.

⁸¹ Τέλλης, Από την προστασία του μετόχου στην προστασία του επενδυτή - παράλληλες και ειδικές μορφές προστασίας, σελ. 278.

⁸² Βλ. άρθρο 49α παρ. 1.

⁸³ Πρβλ. Αυγητίδη, Εξαγορά πλειοψηφικού πακέτου ανώνυμης εταιρείας στο χρηματιστήριο και προστασία της μειοψηφίας, ΔΕΕ 2001, σελ. 573 που κάνει λόγο για το σημαντικό δικαίωμα των μετόχων στις εισηγμένες εταιρείες για άμεση ρευστοποίηση και αποχώρηση από την ΑΕ, κάτι που βέβαια οι μέτοχοι στις μη εισηγμένες δεν το έχουν ως άμεση δυνατότητα.

⁸⁴ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 781.

⁸⁵ Perakis, σε Perakis, σελ. 62.

⁸⁶ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 23.

Ο μικρομέτοχος αυτός βρίσκεται σε διαπραγματευτική αδυναμία μεταβίβασης των μετοχών του, σε αδυναμία εύρεσης «διαδόχου» αλλά και αδυναμία δίκαιης εκτίμησης της αξίας της μετοχής του⁸⁷. Εν γένει υφίστανται περιπτώσεις που ούτε τρίτος μπορεί να βρεθεί να αποκτήσει τις μετοχές του μετόχου της μειοψηφίας, και μόνο ο πλειοψηφών μέτοχος θα είναι επιχειρηματικά λογικό να εξαγοράσει αυτό το μικρό ποσοστό, το οποίο διαφορετικά θα παραμείνει αιωνίως στα χέρια του μειοψηφούντος μετόχου χωρίς πρακτικό επιχειρηματικό αντίκρισμα⁸⁸. Αλλά ενδέχεται ούτε και ο μέτοχος της πλειοψηφίας να ενδιαφέρεται να αποκτήσει τις μετοχές του καθώς αρκείται στην πλειοψηφία που ήδη κατέχει ή και για την ικανοποίηση των συμφερόντων της αρκεί η απλή πλειοψηφία⁸⁹. Ειδικά δε στην περίπτωση που σε μια εταιρεία σχηματίζεται μια συμπαγής πλειοψηφία που κατέχει το 95% του μετοχικού κεφαλαίου, αυτό έχει καταλυτική επίδραση στη λειτουργία της, η οποία καθίσταται οιονεί μονομετοχική⁹⁰.

Τέλος βασικό αξίωμα της λειτουργίας της ΑΕ είναι πως η πλειοψηφία επικρατεί και η μειοψηφία πρέπει να υπομένει και να ανέχεται τις αποφάσεις της πλειοψηφίας. Η μειοψηφία δεν υποχρεούται να ανέχεται μόνο τις αποφάσεις της πλειοψηφίας, αλλά υποχρεούται και να τις «υφίσταται» εσαεί, χωρίς να μπορεί να απαλλαχθεί από αυτήν την κατάσταση. Αντιστάθμισμα όμως της ανοχής αυτής είναι η δυνατότητα εξόδου από την ΑΕ μέσω ρευστοποίησης και αποχώρησης από την ΑΕ⁹¹ χωρίς αρνητικές συνέπειες ούτε για την ΑΕ ούτε για τους άλλους μετόχους. Αν δεν παρέχεται εμπράκτως η δυνατότητα εξόδου, τότε το αξίωμα ανοχής των αποφάσεων της πλειοψηφίας από τη μειοψηφία καταρρέει⁹².

Στα επιχειρήματα αυτά πρέπει να προστεθεί και το γεγονός πως η μετοχή και τα δικαιώματα που ενσωματώνει προστατεύονται με συνταγματικό περιουσιακό δικαίωμα. Σημαντική έκφανση των περιουσιακών δικαιωμάτων εκ της μετοχής αποτελεί και η

⁸⁷ Αυγητίδης, Εξαγορά πλειοψηφικού πακέτου ανώνυμης εταιρείας στο χρηματιστήριο και προστασία της μειοψηφίας ΔΕΕ 2001, σελ. 574, και Σπυρίδωνος, Τα δικαιώματα της μειοψηφίας στην ανώνυμη εταιρεία, σελ. 593 επ.

⁸⁸ Σπυρίδωνος, Τα δικαιώματα της μειοψηφίας στην ανώνυμη εταιρεία, σελ. 551.

⁸⁹ Παπαδημόπουλος, Το δικαίωμα εξόδου του μετόχου από την εταιρεία, σελ. 494. Σπυρίδωνος, Τα δικαιώματα της μειοψηφίας στην ανώνυμη εταιρεία, σελ. 594

⁹⁰ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 783.

⁹¹ Πρόκειται για το αξίωμα που ορίζει πως ο μέτοχος μπορεί να ανέχεται (την πλειοψηφία) μπορεί όμως να ρευστοποιήσει (και να αποχωρήσει), "der Aktionar muss dulden, aber er kann liquidieren", Vetter, AG 2002 a, 177. Υποσημείωση 92 σε Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 25 Βλ. έτσι και Παπαδημόπουλος, Το δικαίωμα εξόδου του μετόχου από την εταιρεία, σελ. 498 που κάνει λόγο για αντισταθμιστικό δικαίωμα της μειοψηφίας, όταν η μειοψηφία αδυνατεί να αντιταχθεί στην πλειοψηφία και να προασπίσει τα δικαιώματά της.

⁹² Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 24

δυνατότητα διάθεσης, δηλαδή ρευστοποίησης του περιουσιακού αυτού δικαιώματος⁹³. Ο νομοθέτης οφείλει να δημιουργεί τέτοιες συνθήκες, ώστε και ο μικρομέτοχος μιας ΑΕ να μπορεί να ρευστοποιήσει τη συμμετοχή του υπό οποιαδήποτε συνθήκη, προκειμένου το περιουσιακό του δικαίωμα να μην απαξιωθεί ή να μην ακυρωθεί. Οι συνθήκες αυτές προστασίας και του μικρομέτοχου δημιουργούνται εκ της εισαγωγής του θεσμού της εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, η οποία συντείνει στην ανάκτηση με οικονομικής ελευθερίας του μετόχου της μειοψηφίας⁹⁴.

V. Ευκαιριακό κέρδος

Τέλος η εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας, είτε είναι δικαιωματική είτε είναι υποχρεωτική, μπορεί να οδηγήσει σε ευκαιριακό και μη αναμενόμενο κέρδος για τη μειοψηφία⁹⁵. Η μειοψηφία που δεν υπερβαίνει το 5/100 του μετοχικού κεφαλαίου, ειδικά στις μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες, είναι πολύ πιθανό να αντιμετωπίζει τη συμμετοχή της στην εταιρεία ως «ξεχασμένη» και απαξιωμένη συμμετοχή σε εταιρικό σχήμα με άγνωστη οικονομική αξία και μελλοντική δυνατότητα, εφόσον, όπως προαναφέραμε, δεν έχει δυνατότητα συμμετοχής στη διαχείριση της εταιρείας⁹⁶. Όπως θα καταδείξουμε στη συνέχεια, κατά την εξαγορά των μετοχών της η μειοψηφία λαμβάνει δίκαιο αντάλλαγμα. Συνεπώς, η αποχώρηση της μειοψηφίας από την ΑΕ αφενός θα γίνει με δίκαιους οικονομικούς όρους και αφετέρου θα της αποφέρει ευκαιριακό κέρδος.

Δ. Εύρος εφαρμογής

Οι διατάξεις των άρθρων 49α επ. Κ.Ν. 2190/1920 αναφέρονται στην εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας σε μια ΑΕ, χωρίς ωστόσο να εξειδικεύουν το είδος των ΑΕ, οι οποίες εμπίπτουν στο ρυθμιστικό πεδίο των διατάξεων αυτών. Διερευνητέο είναι, λοιπόν, το εύρος της εφαρμογής των διατάξεων αυτών και ειδικά κατά ποσό εφαρμόζονται και στις εισηγμένες στο χρηματιστήριο ΑΕ.

Στο ρυθμιστικό πεδίο εφαρμογής των διατάξεων περί εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ εμπίπτουν όλες οι ανώνυμες εταιρείες που έχουν έδρα στην Ελλάδα,

⁹³ Δαγτόγλου, Συνταγματικό Δίκαιο, Ατομικά Δικαιώματα αρ. 1209.

⁹⁴ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 23

⁹⁵ Το οποίο υπό προϋποθέσεις θα αναμενόταν να εισπραχθεί μόνο μετά από λύση και εκκαθάριση της ΑΕ.

⁹⁶ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 24

χωρίς να έχει σημασία ο σκοπός τους και τα χαρακτηριστικά των εταιρειών ή των μετόχων τους. Συνεπώς, η εξαγορά των μετόχων της μειοψηφίας αφορά τόσο τις οικογενειακές ΑΕ με έντονο το προσωπικό στοιχείο των μετόχων στην λειτουργία και στο σκοπό της εταιρείας όσο και τις ΑΕ με απρόσωπη μετοχική σχέση των μετόχων και στις οποίες ο μικρομέτοχος διακρίνεται από απάθεια για την λειτουργία της εταιρείας και αδράνεια ως προς τα εταιρικά ζητήματα⁹⁷. Ο αριθμός των μετόχων είναι αδιάφορος καθώς μπορεί η διαδικασία να εφαρμοστεί και σε ΑΕ με δύο μετόχους. Σε κάθε περίπτωση η διάταξη δεν εφαρμόζεται σε εταιρεία υπό σύσταση, καθώς προϋπόθεση της εξαγοράς των μετόχων από τον πλειοψηφούντα μέτοχο είναι να έχει αποκτήσει αυτός το 95% του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΕ μετά την ίδρυση της.

I. Η εφαρμογή του άρθρου 49β στις εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά εταιρείες

Η εφαρμογή της διάταξης του άρθρου 49β (όπως και του άρθρου 49γ⁹⁸) τελεί ρητά υπό την επιφύλαξη των διατάξεων για τη δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών, στην οποία δίδεται και το προβάδισμα⁹⁹. Συνεπώς, δεν απαγορεύεται η εφαρμογή του άρθρου 49β Κ.Ν. στις εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά εταιρείες.

Σύμφωνα με το άρθρο 28 Ν. 3461/2006 για την περίπτωση δημόσιας πρότασης σε εισηγμένη ΑΕ, ο προτείνων, ο οποίος μετά την υποβολή δημόσιας πρότασης κατέχει κινητές αξίες που αντιπροσωπεύουν ποσοστό τουλάχιστον 90% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας, υποχρεούται για περίοδο τριών μηνών από τη δημοσίευση των αποτελεσμάτων της δημόσιας πρότασης να αποκτήσει χρηματιστηριακά στην τιμή σε μετρητά που ισούται με το αντάλλαγμα της δημόσιας πρότασης όλες τις κινητές αξίες της υπό εξαγορά εταιρείας που θα του προσφερθούν¹⁰⁰.

Νομιμοποιητικός λόγος για την καθιέρωση του δικαιώματος εξόδου του μετόχου εισηγμένης εταιρείας και της αντίστοιχης υποχρέωσης εξαγοράς εκ μέρους του υποβάλλοντος την δημόσια πρόταση θεωρήθηκε το υπερβολικό κόστος παραμονής των

⁹⁷ Βλ. χαρακτηριστικά Τριανταφυλλάκη, Το συμφέρον της επιχείρησης ως κανόνας συμπεριφοράς των οργάνων της ΑΕ, σελ 102 επ., όπου κάνει λόγο για μετόχους που είναι μόνο επενδυτές και οι οποίοι δεν γνωρίζουν παρά μόνο την επωνυμία της ΑΕ χωρίς να γνωρίζουν το σκοπό και τη δραστηριότητα τους.

⁹⁸ Βλ. αρ. 27 Ν. 3461/2006.

⁹⁹ Αντίθετα η διάταξη του άρθρου 49α παρ. 7 Κ.Ν. 2190/1920 περί της εξαγοράς των μετόχων της μειοψηφίας από την εταιρεία ρητά αναφέρει, πως η εξαγορά αυτή δεν εφαρμόζεται στις περιπτώσεις των εταιρειών που είναι εισηγμένες σε χρηματιστήριο.

¹⁰⁰ Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2015, σελ 256.

μετόχων μειοψηφίας σε μια εταιρία, το ενδεχόμενο παραμονής μειοψηφιών ως αντικίνητρο για την υποβολή δημόσιας πρότασης, και, τέλος, η αναποτελεσματικότητα των μηχανισμών διαγραφής («delisting procedures») από το χρηματιστήριο ως εναλλακτικών τρόπων επίτευξης παρόμοιου αποτελέσματος¹⁰¹. Περαιτέρω, επιδιώκεται και η προστασία των μετόχων της μειοψηφίας, οι οποίοι βρίσκονται εκτεθειμένοι στο δικαίωμα του μετόχου της πλειοψηφίας να ζητήσει τον αποκλεισμό τους¹⁰². Με αυτόν το τρόπο εξυπηρετείται και ο πλειοψηφών μέτοχος, ο οποίος εξασφαλίζει την κατάλληλη πλειοψηφική ελευθερία για τον έλεγχο της εταιρείας.

Στην πράξη το δικαίωμα εξόδου (“sell out”) εισήχθη ως μια δεύτερη ευκαιρία εξόδου για τους μετόχους μειοψηφίας που δεν αποδέχθηκαν προηγηθείσα δημόσια πρόταση, έναντι του ενδεχομένου έλλειψης ρευστότητας στην αγορά λόγω της συγκέντρωσης στον προτείνοντα ποσοστού 90% των δικαιωμάτων ψήφου μετά το τέλος της πρότασης¹⁰³. Συνεπώς με το δικαίωμα εξόδου διασφαλίζεται η δυνατότητα των μετόχων της μειοψηφίας να προβούν σε ρευστοποίηση της επένδυσής τους σε δίκαιη και εύλογη τιμή¹⁰⁴, η οποία διαφορετικά μπορεί να μην ήταν εξασφαλισμένη για αυτούς λόγω της προαναφερθείσας έλλειψης ρευστότητας στην αγορά. Για το λόγο αυτό το αντάλλαγμα καταβάλλεται σε μετρητά, ισούται δε με το αντάλλαγμα της υποβληθείσας δημόσιας πρότασης. Οι μειοψηφούντες μέτοχοι της υπό εξαγορά εταιρείας, έχουν τη ευχέρεια να ζητήσουν να τους καταβληθεί το τίμημα με τη μορφή κινητών αξιών, οι οποίες προσφέρθηκαν ως αντάλλαγμα στην προηγηθείσα δημόσια πρόταση¹⁰⁵.

Από τον συνδυασμό των διατάξεων του άρθρου 49β ΚΝ 2190/1920 και του άρθρου 28 Ν. 3461/2006¹⁰⁶ προκύπτει πως για το χρονικό διάστημα των τριών μηνών από τη

¹⁰¹ Αυγητίδη, Η Οδηγία 2004/25/ΕΚ για τις επιθετικές εξαγορές, ΔΕΕ 2006, σελ. 268, Βλ. Winter Jaap, Report of high level group company law experts on issues related to takeover bids, Brussels, 2002, σελ. 60 επ., όπου και εξετάζεται (και γίνεται αποδεκτή υπό προϋποθέσεις) η συμβατότητα των προτεινόμενων δικαιωμάτων με το συνταγματικά κατοχυρωμένο δικαίωμα της περιουσίας.

¹⁰² Το δικαίωμα εξόδου βρίσκεται στον αντίποδα του δικαιώματος εξαγοράς του αρ. 27, αμβλύνοντας την παντοδυναμία του εξαγοράζοντος πλειοψηφούντος μετόχου. Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, σελ. 257.

¹⁰³ Κηπουργού, Η προστασία της μειοψηφίας, σελ 315.

¹⁰⁴ Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, σελ. 257.

¹⁰⁵ Λέκκας, Η δημόσια πρόταση εξαγοράς, ΧρηΔικ 2008, σελ. 41, Βλ. αρ. 28 Ν. 3461/2006.

¹⁰⁶ Συγκεκριμένα το άρθρο 28 σύμφωνα με το οποίο ο προτείνων, ο οποίος μετά την υποβολή δημόσιας πρότασης προς όλους τους κατόχους κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρείας και για το σύνολο των αξιών τους, κατέχει κινητές αξίες που αντιπροσωπεύουν ποσοστό τουλάχιστον ενενήντα τοις εκατό (90%) του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου της υπό εξαγορά εταιρείας, υποχρεούται για περίοδο τριών (3) μηνών από τη δημοσίευση των αποτελεσμάτων της δημόσιας πρότασης να αποκτήσει χρηματιστηριακά στην τιμή σε μετρητά που ισούται με το αντάλλαγμα της δημόσιας πρότασης όλες τις κινητές αξίες της υπό εξαγορά εταιρείας που θα του προσφερθούν. Εφόσον το ζητήσουν οι κάτοχοι κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρείας, το τίμημα λαμβάνει τη μορφή των κινητών αξιών, που απετέλεσαν το αντικείμενο της πρότασης και ισούται με το αντάλλαγμα της πρότασης.

δημοσίευση των αποτελεσμάτων της δημόσιας πρότασης, εντός του οποίου υποχρεούνται ο προτείνων να προβεί σε εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας, δεν μπορεί να εφαρμοστεί το άρθρο 49β Κ.Ν. 2190/1920, απαγορεύεται δηλαδή, να ασκηθεί το δικαίωμα αυτό ως εταιρικό δικαίωμα¹⁰⁷. Μετά όμως την παρέλευση του ως άνω τριμήνου από την ολοκλήρωση της οικείας δημόσιας πρότασης, το δικαίωμα της εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας μπορεί ασκηθεί, από τους μετόχους της μειοψηφίας που δεν αποχώρησαν από την εταιρεία μεταβιβάζοντας στον πλειοψηφούντα μέτοχο τις μετοχές τους, υπό τις προϋποθέσεις που τίθενται στο άρθρου 49β¹⁰⁸, και εφόσον βέβαια δεν έχει παρέλθει η πενταετής προθεσμία που προβλέπεται στο ως άνω άρθρο¹⁰⁹.

Διαπιστώνεται λοιπόν ότι η διάταξη του άρθρου 49β (και 49γ) μπορεί υπό προϋποθέσεις να τύχει εφαρμογής και ακόμα και σε εισηγμένες σε χρηματιστήριο ΑΕ. Δεν δημιουργείται όμως σε καμία περίπτωση σχέση ειδικού προς γενικό κανόνα¹¹⁰ ούτε και σχέση αποκλειστικότητας για την εφαρμογή του Ν. 3461/2006 στις εισηγμένες εταιρείες, καθώς η εφαρμογή των άρθρων 49α επ. Κ.Ν. 2190/1920, όπως διευκρινίζεται στην αιτιολογική έκθεση του τροποποιητικού Ν. 3607/2007, είναι ανεξάρτητη από τις διατάξεις των άρθρων 27 και 28 Ν 3461/2006 για τις δημόσιες προτάσεις¹¹¹.

Στον αντίποδα υποστηρίζεται, μεμονωμένα¹¹², και η άποψη ότι η εφαρμογή του άρθρου 49β όχι απλά δεν ενδείκνυται στις εισηγμένες εταιρείες, αλλά ότι το άρθρο 49β δεν εφαρμόζεται γενικά στις εισηγμένες εταιρείες, για το λόγο ότι η εξαγορά, όπως περιγράφεται σε αυτό το άρθρο, δεν είναι προσαρμοσμένη στις ιδιαιτερότητες των εισηγμένων μετοχών, αλλά και επειδή η χρηματιστηριακή νομοθεσία παρέχει διεξόδους στο μέτοχο της μειοψηφίας να εξέλθει από την εταιρεία, κυρίως με τις διατάξεις για τις δημόσιες προτάσεις¹¹³.

¹⁰⁷ Παπαδημόπουλος, Τα δικαιώματα του “squeeze out” και του “sell-out”, σελ 407.

¹⁰⁸ Την εφαρμογή του άρθρου 49β και στις εισηγμένες εταιρείες δέχονται οι περισσότεροι συγγραφείς βλ. ενδεικτικά Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ 56 επ., Αυγητίδης, Ειδικές ρυθμίσεις για τις εισηγμένες εταιρείες στον Κ.Ν. 2190/1920. ΕπισκΕΔ 2008, 401 επ., Τσίρου, Το νομοθετικό πλαίσιο του squeeze-out και του “sell-out”, ΔΕΕ 2008, σελ. 809, Κουλορίδας, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 565.

¹⁰⁹ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ 181.

¹¹⁰ Παρατηρείται όμως ότι το άρθρο 49β προσφέρει ευρύτερο πεδίο προστασίας της μειοψηφίας σε σχέση με το αρ. 28 Ν. 3461/2006 το οποίο εφαρμόζεται μόνο στην περίπτωση υποβολής δημόσιας πρότασης.

¹¹¹ Αυγητίδης, Ειδικές ρυθμίσεις για τις εισηγμένες εταιρείες στον Κ.Ν. 2190/1920, σελ. 402.

¹¹² Μουζούλας, Ν. 3604/2007 για την αναμόρφωση και τροποποίηση του ΚΝ 2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών - κατ’ άρθρο ερμηνεία, σελ. 593 επ.

¹¹³ Πρακτικά η συγκέντρωση του 95% σε ένα μέτοχο, στην περίπτωση των εισηγμένων εταιριών, θα οδηγήσει, στο σύνολο σχεδόν των περιπτώσεων, στην υποβολή υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης. Βλ. Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, σελ 228 επ.

Υποστηρίζεται λοιπόν ότι δεδομένης της ιδιαιτερότητας των εισηγμένων μετοχών σε σχέση με τις μη εισηγμένες, η επιφύλαξη της εφαρμογής των διατάξεων για τις δημόσιες προτάσεις έχει την έννοια ότι το άρθρο 49β δεν εφαρμόζεται στις εισηγμένες εταιρείες, ακριβώς επειδή τότε θα εφαρμοσθούν οι διατάξεις για τις δημόσιες προτάσεις. Επιχείρημα υπέρ της άποψης αντλείται και από το γεγονός ότι το άρθρο 49β δεν ορίζει τελικά τον τρόπο αποτίμησης των προς εξαγορά μετοχών¹¹⁴, αφού δε νοείται, κατά την άποψη αυτή, η εφαρμογή της παρ. 4 του άρθρου 49α στη συγκεκριμένη περίπτωση. Δεδομένου ότι, το άρθρο 49α δεν εφαρμόζεται στις εισηγμένες εταιρείες, η αναλογική του εφαρμογή δεν θα πρέπει να επεκταθεί και σε περιπτώσεις τις οποίες δεν καλύπτει¹¹⁵. Περαιτέρω και ο υπολογισμός του ανταλλάγματος με ενιαίο τρόπο σε όλες τις περιπτώσεις του Ν. 3461/2006, σε αντίθεση με την διαφορετική αποτίμηση του σύμφωνα με την παρ. 4 του άρθρου 49α, θεμελιώνει, κατά την ως άνω άποψη, ένα πρόσθετο επιχείρημα για τη μη εφαρμογή του άρθρου 49β στις εισηγμένες εταιρείες.

Ε. Αποκλίνουσες καταστατικές ή εξωεταιρικές συμφωνίες

Η εφαρμογή των διατάξεων για την εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας μπορεί θεωρητικά να εμποδισθεί - περιοριστεί μέσω σχετικής συμβατικής πρόβλεψης των μετόχων. Αυτή η πρόβλεψη μπορεί να έχει τη μορφή της καταστατικής ρήτρας ή μπορεί να έχει και τη μορφή με εξωεταιρικής συμφωνίας μεταξύ μετόχων. Οι περιορισμοί αυτοί μπορεί να αφορούν είτε στην απαγόρευση της εξαγοράς των μετοχών είτε και στην αύξηση των προϋποθέσεων εφαρμογής των διατάξεων περί εξαγοράς¹¹⁶.

Βέβαια δεν αποκλείεται να συμβεί και το αντίθετο, δηλαδή η σχετική καταστατική ρήτρα ή εξωεταιρική συμφωνία να αποβλέπει στη διευκόλυνση της εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας μέσω της πρόβλεψης λιγότερων προϋποθέσεων εφαρμογής των διατάξεων των άρθρων 49α επ. Κ.Ν. 2190/1920. Ή μπορεί να προβλέπει αποκλίσεις από την ακολουθούμενη διαδικασία, που τα παραπάνω άρθρα επιβάλλουν για την επέλευση των συνεπειών της εξαγοράς.

¹¹⁴ Βλ. παρακάτω σελ 79.

¹¹⁵ Μούζουλας, Ν. 3604/2007 για την αναμόρφωση και τροποποίηση του Κ.Ν. 2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών - κατ' άρθρο ερμηνεία, σελ 593.

¹¹⁶ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ 62.

Στη συνέχεια παρατίθενται, οι συνέπειες μιας τέτοιας συμφωνίας για τη δυνατότητα της εφαρμογής των διατάξεων περί της δικαιωματικής εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας.

I. Περιορισμοί εκ του καταστατικού

Οι περιορισμοί στη δικαιωματική εξαγορά με ρήτρα στο καταστατικό της εταιρείας θα πρέπει να αντιμετωπισθούν όπως αντιμετωπίζονται οι περιορισμοί εκ του καταστατικού όσον αφορά στη μεταβίβαση των μετοχών¹¹⁷ σε συνδυασμό με την ανάγκη προστασίας της μειοψηφίας.

Ο περιορισμός της δικαιωματικής εξαγοράς θα επιφέρει δυσμενή αλλοίωση των εκ του νόμου προϋποθέσεων για το δικαίωμα της μεταβίβασης των μετοχών του μετόχου στην εταιρεία (άρθρο 49α) ή στον πλειοψηφούντα μέτοχο (άρθρο 49β). Δεδομένου όμως ότι το δικαίωμα της μεταβίβασης της μετοχής ανήκει στην κατηγορία των δικαιωμάτων που δεν μπορούν να αφαιρεθούν ή να περιοριστούν¹¹⁸ ένας τέτοιος περιορισμός εκ του καταστατικού ως προς το δικαίωμα της μεταβίβασης απαγορεύεται¹¹⁹. Εξάλλου το δικαίωμα εξαγοράς υιοθετήθηκε ειδικά με σκοπό την άρση των εμποδίων που αντιμετωπίζει ο μικρομέτοχος στην πώληση των μετοχών του στην ρευστοποίηση της συμμετοχής του και εν τέλει στην έξοδο του από την εταιρεία.

Περαιτέρω ένας τέτοιος περιορισμός θα αντίκειται και στην προστασία της μειοψηφίας, τα δικαιώματα της οποίας είναι αναγκαστικού δικαίου (3 ΑΚ). Ως εκ τούτου το καταστατικό δεν μπορεί να περιορίσει την άσκηση του δικαιώματος εξαγοράς με αυστηρότερες προϋποθέσεις¹²⁰ και μια τέτοια ρήτρα θα είναι άκυρη¹²¹. Εξίσου άκυρη θα είναι και η απόκλιση από την προβλεπόμενη στο νόμο διαδικασία, εφόσον εισάγεται κατά τρόπο που μειώνει ή αφαιρεί το δικαίωμα εξαγοράς (π.χ. ρήτρα διαιτησίας, ρήτρα

¹¹⁷ Βλ. Βερβεσό, σε ΔικΑΕ [επ. ύλης Ε. Περάκης], 2010, τομ. Ι, άρθρο 3 αριθ. 33 επ. σελ. 148 επ.

¹¹⁸ Χατζηγάγιος, Η απόκτηση από την ανώνυμη εταιρεία δικών της μετοχών αρ. 157, ο οποίος διευκρινίζει πως δεν μπορεί να υπάρξει περιορισμός χωρίς τη συγκατάθεση του ενδιαφερομένου μετόχου. Βλ. και Σπυρίδωνος, Η προστασία των μετόχων της μειοψηφίας έναντι των παραεταϊκών συμφωνιών (εφεξής Σπυρίδωνος, Η προστασία των μετόχων της μειοψηφίας έναντι των παραεταϊκών συμφωνιών), ΔΕΕ 2004, σελ. 646.

¹¹⁹ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρείες, 2012, παρ. 33 αρ. 6, Περάκης, σε ΔικΑΕ, Γενική εισαγωγή στο δίκαιο των Α.Ε. αρ.21, Χατζηγάγιος Η απόκτηση από την ανώνυμη εταιρεία δικών της μετοχών αρ. 157, Σπυρίδωνος, Η προστασία των μετόχων της μειοψηφίας έναντι των παραεταϊκών συμφωνιών, σελ. 645. Πρβλ. άρθρο 3 παρ. 7 Κ.Ν. 2190/1920.

¹²⁰ Δρακόπουλος, σε ΔικΑΕ [επ. ύλης Ε. Περάκης], γ' έκδ. 2010, τομ. ΙΙ, άρθρο 39 αρ. 25.

¹²¹ Έτσι και για το δικαίωμα εξόδου από την ΕΠΕ βλ. σε Περάκη, σε ΔικΕΠΕ άρθρο 39 αρ. 24 επ., Ν. Ρόκας, Εμπορικές Εταιρείες 2012, παρ. 50 αρ. 5.

παρέκτασης αρμοδιότητας δικαστηρίου)¹²². Πρέπει μάλιστα να σημειωθεί πως ο περιορισμός ή η απαγόρευση του δικαιώματος της εξαγοράς δεν επιτρέπεται, ακόμα και αν ο ενδιαφερόμενος μέτοχος έχει συναινέσει στην ενσωμάτωση της σχετικής ρήτρας στο καταστατικό¹²³. Το σχετικό δικαίωμα δεν έχει γεννηθεί πριν την πλήρωση των προϋποθέσεων που προβλέπονται στο άρθρο 49β συνεπώς, δεν υπάρχει ακόμα δικαίωμα από το οποίο μπορεί ο μέτοχος να παραιτηθεί.

II. Περιορισμοί μέσω εξωεταιρικών συμφωνιών ως προς τη δικαιωματική εξαγορά

Η δυνατότητα του μετόχου της μειοψηφίας να ασκήσει το δικαίωμα μεταβίβασης των μετοχών του σύμφωνα μετά άρθρα 49α και 49β είναι πιθανό να απαγορευθεί ή να περιοριστεί με εξωεταιρική συμφωνία.

Η απαγόρευση ή ο περιορισμός αυτός θα υπόκειται σε όσα ισχύουν εν γένει για τις εξωεταιρικές συμφωνίες, για το περιεχόμενό τους και για την ισχύ τους¹²⁴. Το δικαίωμα του μετόχου της μειοψηφίας να εξέλθει της εταιρείας μεταβιβάζοντας τις μετοχές του στον πλειοψηφούντα μέτοχο προβλέπεται από διάταξη αναγκαστικού δίκαιου και αποσκοπεί την προστασία του μετόχου της μειοψηφίας ενώ εξυπηρετεί και τα συμφέροντα της εταιρείας¹²⁵. Συνεπώς, κάθε εξωεταιρική συμφωνία με την οποία περιορίζεται ή απαγορεύεται η άσκηση του δικαιώματος αυτού θα είναι άκυρη¹²⁶.

III. Μείωση των προϋποθέσεων εξαγοράς

A. Μείωση των προϋποθέσεων εξαγοράς μέσω του καταστατικού

¹²² Βενιέρης, σε ΔικΑΕ [επ. ύλης Ε. Περάκης], γ' έκδ. 2010, τομ. II, Εισαγωγικές παρατηρήσεις αρ. 49γ-49γ αριθ. 22.

¹²³ Πρβλ. Χατζηγάγιο, Η απόκτηση από την ανώνυμη εταιρεία δικών της μετοχών, αρ. 157 που σημειώνει πως η απαγόρευση μεταβίβασης είναι επιτρεπτή, εφόσον υπάρχει η συναίνεση του ενδιαφερομένου μετόχου.

¹²⁴ Οι όροι της εξωεταιρικής συμφωνίας θα πρέπει να μην αντιτίθενται προς απαγορευτική διάταξη νόμου, τις αναγκαστικού χαρακτήρα διατάξεις του εταιρικού δικαίου και τις γενικές αρχές του εταιρικού δικαίου, στα χρηστά ήθη και τα συμφέροντα της εταιρείας άλλως είναι άκυροι δεν παράγουν έννομες συνέπειες και η μειοψηφία μπορεί να επικαλεστεί την ακυρότητά τους. Σπυρίδωνος, Η προστασία των μετόχων της μειοψηφίας έναντι των παραεταιρικών συμφωνιών, σελ. 643 επ.

¹²⁵ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ 66.

¹²⁶ Ως εξ αρχής άκυρη μια τέτοια εξωεταιρική συμφωνία δεν έχει επιφέρει ούτε και ενοχική δέσμευση των συμβαλλομένων και αντίστοιχες αξιώσει από συμβατική παράβαση, δημιουργώντας ενδεχομένως υποχρέωση αποζημίωσης σύμφωνα με το άρθρο 362 ΑΚ περί σύμβασης για αδύνατη παροχή. Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ 66.

Δεν αποκλείεται βέβαια οι μέτοχοι να συμπεριλάβουν ρήτρα στο καταστατικό, βάσει της οποίας θα μειώνονται οι προϋποθέσεις εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας καθιστώντας πιο εύκολη και προσιτή η εφαρμογή της διαδικασίας της δικαιωματικής εξαγοράς.

Η διευκόλυνση εφαρμογής της διαδικασίας εξαγοράς επιτρέπεται ρητά μόνο στην περίπτωση του άρθρου 49α Κ.Ν. 2190/1920 με πρόβλεψη στο καταστατικό επιπλέον λόγων, για τους οποίους θα μπορεί ζητηθεί η εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας από την εταιρεία. Η παραπάνω εξαίρεση αποτελεί τη μόνη άμβλυνση των αυστηρών προϋποθέσεων που μπορεί να προβλέψουν τα συμβαλλόμενα μέρη στο καταστατικό τους. Σε ότι αφορά τις προϋποθέσεις του άρθρου 49β δεν προβλέπεται νομοθετικά η δυνατότητα εισαγωγής ρητρών στο καταστατικό που αποκλίνουν από τη διάταξη, με αποτέλεσμα να μην μπορούν να παραβλεφθούν ή να καμφθούν μέσω καταστατικής πρόβλεψης προϋποθέσεις εφαρμογής του άρθρου αυτού. Συνεπώς, μια σχετική καταστατική πρόβλεψη δεν είναι επιτρεπτή. Εξάλλου το δικαίωμα και η διαδικασία της εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας ήδη εισάγουν απόκλιση από όσα ισχύουν στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, μια περαιτέρω απόκλιση δεν δικαιολογείται νομοθετικά, καθώς θα διατάρασσε περαιτέρω και θα αποσταθεροποιούσε τις ισορροπίες μεταξύ των μετόχων, χωρίς να εξυπηρετεί κάποιον επιπλέον σκοπό¹²⁷.

Συμπερασματικά, μπορεί να υποστηριχθεί, πως για τους ίδιους λόγους που απαγορεύεται η αύξηση των προϋποθέσεων, απαγορεύεται και η μείωση των προϋποθέσεων εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας (δικαιωματικής εξαγοράς ή υποχρεωτικής εξαγοράς). Με τις διατάξεις 49α επ. επιδιώκεται η προστασία του εταιρικού συμφέροντος και της μειοψηφίας και μια αντίθετη καταστατική πρόβλεψη μπορεί να αλλοιώσει την επιδιωκόμενη εταιρική ισορροπία. Ως εκ τούτου, δεν είναι αποδεκτή μέσω καταστατικής πρόβλεψης η απόκλιση από τα όσα ορίζουν οι διατάξεις περί της διαδικασίας εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας και δεν είναι νόμιμη η διεύρυνση του εύρους εφαρμογής των διατάξεων¹²⁸.

B. Μείωση των προϋποθέσεων εξαγοράς μέσω εξωεταιρικής συμφωνίας

¹²⁷ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 68.

¹²⁸ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ 68.

Η εξωεταιρική συμφωνία έχει το χαρακτηριστικό ότι δεσμεύει και μάλιστα ενοχικά μόνο τα συμβαλλόμενα μέρη και όχι όλους τους μετόχους όπως το καταστατικό. Επομένως η μείωση των προϋποθέσεων εφαρμογής των διατάξεων περί εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας, μέσω εξωεταιρικής συμφωνίας, δεν αντίκειται στο εταιρικό συμφέρον και δεν αντίκειται στο αναγκαστικό δίκαιο, καθώς δεν μειώνει το εύρος εφαρμογής των διατάξεων αντίθετα το επεκτείνει¹²⁹. Στην προκειμένη περίπτωση η μειοψηφία συμβάλλεται με τους λοιπούς μετόχους και ιδίως τους μετόχους της πλειοψηφίας¹³⁰, ακριβώς για να τους δεσμεύσει σε μία συγκεκριμένη συμπεριφορά¹³¹.

ΣΤ. Πρόβλεψη του “sell out” σε αλλοδαπές έννομες τάξεις

Χρήσιμο για τη σφαιρική θεώρηση του θεσμού της (δικαιωματικής) εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας είναι να παρατεθεί σε γενικές γραμμές και μια συγκριτική επισκόπηση του θεσμού με βάση το δίκαιο άλλων νομικών συστημάτων. Ήδη πριν την εισαγωγή του θεσμού της εξαγοράς στο Κ.Ν. 2190/1920 και σε κάποιες περιπτώσεις πριν και την ρύθμιση του ζητήματος από το κοινοτικό δίκαιο (Οδηγία 2004/25/ΕΚ) παρόμοιες ρυθμίσεις υπήρχαν ήδη στα εταιρικά δίκαια άλλων κρατών (εντός και εκτός Ε.Ε.)¹³².

Στο νομικό σύστημα των ΗΠΑ δεν προβλέπεται ένα γενικό δικαίωμα εξόδου για σπουδαίο λόγο (“right of withdrawal”)¹³³. Για την προστασία της μειοψηφίας παρέχεται η δυνατότητα εξόδου έναντι καταβολής εύλογης αποζημίωσης (“appraisal right”), η οποία καθορίζεται με δικαστική απόφαση (“appraisal remedy”), στις περιπτώσεις που ο

¹²⁹ Έτσι θα μπορούσε να κριθεί ως σύννομη η εξωεταιρική συμφωνία, βάσει της οποίας π.χ. ο πλειοψηφών μέτοχος αναλαμβάνει συμβατική υποχρέωση για τη δικαιωματική εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας, ακόμα και εκεί που το άρθρο 49β δεν το επιβάλλει.

¹³⁰ Αντίθετα η εξωεταιρική συμφωνία περί της μείωσης των προϋποθέσεων του άρθρου 49α θα είναι άκυρη και δεν θα δεσμεύει την εταιρεία καθώς θα πρόκειται για σύμβαση των μετόχων σε βάρος τρίτου, εν προκειμένω της εταιρείας. Εξάλλου μια τέτοια συμφωνία δεν θα εξυπηρετεί και το εταιρικό συμφέρον.

¹³¹ Δεν αποκλείεται η μειοψηφία να έθεσε ως όρο στην πλειοψηφία, για την είσοδο της στην εταιρεία με μειοψηφικό ποσοστό και την επένδυση χρημάτων σε αυτή, την υπογραφή εξωεταιρικής συμφωνίας με συγκεκριμένους όρους που θα διασφαλίζουν την μειοψηφική επένδυση. Καράσης, Ζητήματα εξωεταιρικής συμφωνίας ανώνυμης εταιρείας, ΧρΙΔ ΙΑ/2011, σελ. 144.

¹³² Αυγητίδης, Η εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρεία, 2^η έκδοση, 2013, σελ. 218.

¹³³ Παπαδημόπουλος, Το δικαίωμα εξόδου του μετόχου από την εταιρεία, σελ. 501.

μεγαλομέτοχος εφαρμόζει τεχνικές “freeze-out”¹³⁴ για την απομάκρυνσή της από εταιρεία¹³⁵.

Στο αγγλικό δίκαιο το δικαίωμα του “sell out”, εισήχθη το 1985 ως μία δεύτερη ευκαιρία εξόδου για τον μέτοχο μειοψηφίας που δεν αποδέχθηκε τη δημόσια πρόταση να μπορεί να απαιτήσει από τον προτείνοντα, ο οποίος έχει αποκτήσει το 90% της ονομαστικής αξίας των μετοχών, να εξαγοράσει και τις δικές του μετοχές¹³⁶. Περαιτέρω προβλέπεται πως μέτοχος της μειοψηφίας μπορεί να ζητήσει από δικαστήριο την προστασία του, αν θεωρεί πως θίγονται τα εταιρικά του συμφέροντα από τον τρόπο λειτουργίας της εταιρείας. Το δικαστήριο ως μέτρο προστασίας μεταξύ άλλων, μπορεί να διατάξει την εξαγορά των μετοχών του μετόχου από άλλο μέτοχο ή από την ίδια την εταιρεία¹³⁷.

Στο γερμανικό δίκαιο, με την εισαγωγή του νόμου περί δημοσίων προσφορών στις εισηγμένες εταιρείες το 2002, έγινε τροποποίηση και το νόμου περί ανωνύμων εταιρειών και εισήχθησαν οι διατάξεις περί υποχρεωτικής εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας στις μη εισηγμένες επιχειρήσεις (“squeeze out”). Η διαδικασία εξαγοράς, η αποζημίωση και εν γένει οι συνέπειες της εξαγοράς ρυθμίζονται από τα άρθρα 327^a επ. του AktG147. Σημειώνεται ότι, αν και δεν προβλέπεται δικαίωμα “sell out”, στη γερμανική νομική επιστήμη και νομολογία κερδίζει έδαφος η άποψη ότι τουλάχιστον για τις κλειστές ΑΕ πρέπει να αναγνωρίζεται ένα γενικό δικαίωμα εξόδου του μετόχου για σπουδαίο λόγο¹³⁸.

Στην αυστριακό δίκαιο δεν υπήρχε μέχρι το 2006 ευθύ δικαίωμα αποχώρησης και εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας, κάτι που άλλαξε με σχετική νομοθετική πρόβλεψη και την εισαγωγή του θεσμού της εξαγοράς στις ΑΕ¹³⁹. Δικαίωμα εξόδου προβλέπεται στην περίπτωση απόκτησης ελέγχου της εταιρείας για πρώτη φορά από ένα

¹³⁴ Με τον όρο Freeze-out περιγράφεται η στρατηγική του μεγαλομέτοχου να αποκλείσει από την εταιρία τους μικρομετόχους προκειμένου να καταστεί ο ίδιος μοναδικός μέτοχος της εταιρίας. Ενώ τον όρο Squeeze-out περιγράφεται μία διαδικασία έξω από τα όρια του νομικά επιτρεπτού προκειμένου οι μικρομέτοχοι να εξαναγκαστούν να εγκαταλείψουν οικειοθελώς την θέση τους στην εταιρία, αφού αυτή θα έχει καταστεί πλέον με διάφορες μεθόδους αδιάφορη. Αντιθέτως στην Ευρώπη και κυρίως στην Γερμανία και ακολούθως στην Ελλάδα με τον όρο Squeeze-out υποδηλώνεται μία διαδικασία στα πλαίσια του εταιρικού δικαίου από πλευράς του μεγαλομέτοχου που οδηγεί στον αποκλεισμό από την εταιρία των μικρομετόχων, ότι ακριβώς δηλαδή υποδηλώνει στο αμερικάνικο δίκαιο ο όρος Freeze-out. Βλ. Γιαλούρη, Το Squeeze-out στα πλαίσια του συνταγματικού δικαίου, ΔΕΕ 2009, σελ. 153.

¹³⁵ Κηπουργού, Η προστασία της μειοψηφίας, σελ. 309.

¹³⁶ Παπαδημόπουλος, Το δικαίωμα εξόδου του μετόχου από την εταιρεία, σελ. 501.

¹³⁷ Dine, σε Perakis σελ. 770.

¹³⁸ Παπαδημόπουλος, Το δικαίωμα εξόδου του μετόχου από την εταιρεία, σελ. 500, Σημειώνεται ότι, το ιταλικό δίκαιο είναι το μοναδικό δίκαιο στην Ευρώπη που καθιερώνει ρητά στο νόμο το δικαίωμα εξόδου του μετόχου (diritto di recesso) στην ΑΕ. Βλ. Παπαδημόπουλο, Το δικαίωμα εξόδου του μετόχου από την εταιρεία, σελ. 499.

¹³⁹ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 37.

συγκεκριμένο φορέα, φυσικό ή νομικό πρόσωπο ή κατά την αλλαγή του ελέγχου της εταιρείας με την απόκτηση πλειοψηφικού πακέτου από έναν άλλο φορέα¹⁴⁰. Και στην Αυστρία υποστηρίζεται η πρόβλεψη δικαιώματος εξόδου του μετόχου σε περιπτώσεις δομικών μεταβολών της εταιρείας.

Στο γαλλικό δίκαιο το δικαίωμα του “sell out” υπήρχε από το 1973 ως πρακτική που εφαρμοζόταν υπό την εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ενώ νομοθετικά κατοχυρώθηκε το 1989¹⁴¹. Οι μέτοχοι της μειοψηφίας μπορούν να αιτηθούν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς την εξαγορά των μετοχών τους από τον πλειοψηφούντα μέτοχο που κατέχει το 95% του μετοχικού κεφαλαίου. Παράλληλα εξετάζεται και αν πράγματι δημιουργούνται συνθήκες εγκλωβισμού των μικρομετόχων στην εταιρία. Επίσης, η Επιτροπή μπορεί να κρίνει ότι, επιβάλλεται η εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας και σε άλλες περιπτώσεις, στις οποίες μεταλλάσσεται ουσιωδώς η δομή της εταιρείας (π.χ. μεταβίβαση μεγάλων περιουσιακών στοιχείων, μετασχηματισμοί)¹⁴². Η αποζημίωση για τις μετοχές που εξαγοράζονται προσδιορίζεται με βάση την πραγματική αξία της μετοχής, για την εξεύρεση της οποίας πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κάθε φορά τα στοιχεία που συντρέχουν στη συγκεκριμένη περίπτωση. Ως τέτοια ο νόμος απαριθμεί την αξία του καθαρού ενεργητικού της επιχείρησης, τη ροή των κερδών, τη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής και την ύπαρξη θυγατρικών εταιριών¹⁴³.

Και σε άλλες έννομες ευρωπαϊκές τάξεις προβλέπεται το δικαίωμα εξόδου της μειοψηφίας ή γενικά των μετόχων όταν η παραμονή τους στην εταιρεία δεν είναι πλέον είναι ανεκτή ή όταν επέρχονται δομικές μεταβολές στην εταιρεία (η μεταφορά της έδρας της ΑΕ, η μετατροπή της σε προσωπική εταιρεία, η άρνηση συγκατάθεσής για τη μεταβίβαση δεσμευμένων μετοχών, η συγχώνευσή και διάσπασης, η αλλαγή του σκοπού της εταιρείας, η τροποποίηση της εταιρικής μορφής, η υπαγωγή της εταιρείας σε όμιλο επιχειρήσεων)¹⁴⁴.

Οι παραπάνω περιπτώσεις αλλοδαπών νομοθετημάτων αναδεικνύουν τη σημασία που από νωρίς είχε αποδοθεί στο δικαίωμα της μειοψηφίας να αποχωρήσει από την εταιρεία μεταβιβάζοντας τις μετοχές της είτε στην εταιρεία είτε στον πλειοψηφούντα

¹⁴⁰ Παπαδημόπουλος, Το δικαίωμα εξόδου του μετόχου από την εταιρεία, σελ. 501.

¹⁴¹ Κηπουργού, Η προστασία της μειοψηφίας, υποσ. 116 σελ. 309.

¹⁴² Παπαδημόπουλος, Το δικαίωμα εξόδου του μετόχου από την εταιρεία, σελ. 501., Κηπουργού, Η προστασία της μειοψηφίας, σελ. 310.

¹⁴³ Παπαδημόπουλος, Τα δικαιώματα του “squeeze out” και του “sell-out”, σελ. 396.

¹⁴⁴ Βλ. ενδεικτικά Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 36-41, Παπαδημόπουλος, Το δικαίωμα εξόδου του μετόχου από την εταιρεία, σελ. 499-502.

μέτοχο. Ουσιαστικά το κοινοτικό δίκαιο¹⁴⁵ συνέθεσε τις ήδη υπάρχουσες προϋποθέσεις για την εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας¹⁴⁶. Οι διατάξεις των άρθρων 49α επ. ΚΝ 2190/1920 έχουν αποκρυσταλλώσει την εμπειρία των αλλοδαπών νομικών συστημάτων και καλύπτουν την αντιμετώπιση σημαντικών ζητημάτων. Οι προϋποθέσεις και η διαδικασία εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας (υποχρεωτικής ή δικαιωματικής) δεν διαφοροποιούνται σημαντικά παρά μόνο σε επιμέρους ζητήματα σε σύγκριση της τις νομοθεσίες των άλλων κρατών που προϋπήρχαν¹⁴⁷.

¹⁴⁵ Βλ. Οδηγία 2004/25/ΕΚ.

¹⁴⁶ Οι προϋποθέσεις άσκησης του δικαιώματος sell-out και οι διαφοροποιήσεις στην τιμή στην οποία έπρεπε να γίνουν οι μεταβιβάσεις κατέστησαν επιτακτική την ανάγκη της εναρμόνισης του δικαιώματος εξόδου - εξαγοράς. Βλ. και Αυγητίδη, Η εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρία, σελ. 219.

¹⁴⁷ Εκτός από την Ιταλία, όπου ο κυρίαρχος μέτοχος πρέπει να κατέχει ποσοστό 98% του μετοχικού κεφαλαίου, στα υπόλοιπα κράτη μέλη το ποσοστό αυτό κυμαίνεται μεταξύ του 90% και του 95%, είτε της ονομαστικής αξίας του μετοχικού κεφαλαίου είτε του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου. Σε όλα τα παραπάνω κράτη μέλη οι μέτοχοι της μειοψηφίας έχουν αξίωση αποζημίωσης, για την απώλεια της μετοχικής ιδιοκτησίας τους. Αντιρρήσεις, ως προς το ύψος του ποσού αποζημίωσης, εξετάζονται, είτε από θεσμοθετημένα όργανα της διοίκησης είτε από τα δικαστήρια.

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

Α. Το δικαίωμα μεταβίβασης των μετοχών μειοψηφίας στον πλειοψηφούντα μέτοχο

Στη συνέχεια θα αναπτυχθεί εκτενέστερα το δικαίωμα αποχώρησης των μετόχων της μειοψηφίας από την ΑΕ και της συνακόλουθης εξαγοράς των μετοχών τους από τον πλειοψηφούντα μέτοχο, όταν ο τελευταίος έχει συγκεντρώσει τουλάχιστον το 95% του μετοχικού κεφαλαίου, σύμφωνα με τα προβλεπόμενα στο άρθρο 49β Κ.Ν. 2190/1920. Η διάταξη του άρθρου 49β για αρκετά ζητήματα παραπέμπει αναλογικά στη ρύθμιση των διατάξεων του άρθρου 49α και συγκεκριμένα στην παράγραφο 4 του άρθρου αυτού.

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση του δικαιώματος που προβλέπεται στο άρθρο 49β Κ.Ν. 2190/1920 πρέπει να διευκρινίσουμε ότι από 1.1.2019¹⁴⁸ θα ισχύει ο νέος Ν. 4548/2018 «Αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιριών» (ΦΕΚ Α' 104/13.6.2018). Τα άρθρα 45, 46 και 47 Ν. 4548/2018 επαναλαμβάνουν τις διατάξεις των άρθρων 49α, 49β και 49γ, με ελάχιστες φραστικές μεταβολές και ερμηνευτικές διασαφηνίσεις¹⁴⁹. Στην παρούσα εργασία αναφορά θα γίνεται γενικά στα άρθρα 49α επ. Ν. 2190/1920, και θα γίνονται διευκρινίσεις και παραπομπή στα νέα άρθρα του Ν. 4548/2018 όπου υπάρχουν διαφοροποιήσεις σε σχέση με την αρχική διάταξη¹⁵⁰.

Στο άρθρο 49β παρ. 1 ορίζεται, πως με την επιφύλαξη των διατάξεων για τη δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών¹⁵¹, εάν ένας μέτοχος απέκτησε μετά την ίδρυση της εταιρείας και διατηρεί τουλάχιστον το 95% του μετοχικού κεφαλαίου της, ένας ή περισσότεροι από τους λοιπούς μετόχους μπορούν να ζητήσουν με αγωγή, η οποία ασκείται εντός προθεσμίας πέντε ετών από τότε που ο μέτοχος απέκτησε το παραπάνω ποσοστό, την εξαγορά της συμμετοχής τους από το μέτοχο αυτόν. Στο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας που κατέχει ο παραπάνω μέτοχος συνυπολογίζονται τα ποσοστά που κατέχουν: α) συνδεδεμένες με αυτόν επιχειρήσεις κατά την έννοια του

¹⁴⁸ Μέχρι τότε θα ισχύσει κανονικά ο ΚΝ 2190/1920, θα εφαρμόζεται όμως και μετά, όπως (και στο μέτρο που) ορίζεται στις μεταβατικές διατάξεις του άρθρου 187.

¹⁴⁹ Βλ. Αιτιολογική έκθεση του Ν. 4548/2018.

¹⁵⁰ Βλ. Παράρτημα εργασίας.

¹⁵¹ Για όσο, όμως, χρονικό διάστημα είναι εφαρμοστέες οι διατάξεις του Ν 3461/2006. Βλ. αναλυτικά σελ. 25.

άρθρου 32 του ν. 4308/2014, και β) τα στενά μέλη οικογένειας αυτού, όπως αυτά ορίζονται στο Παράρτημα Α' του ν. 4308/2014¹⁵².

B. Λόγος αποχώρησης της μειοψηφίας

Σε αντίθεση με την περίπτωση της εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας που προβλέπεται στο άρθρο 49^α, όπου αναφέρονται ρητά συγκεκριμένοι λόγοι, εκ του νόμου ή εκ του καταστατικού, που καθιστούν ασύμφορη την παραμονή του μετόχου της μειοψηφίας στην εταιρεία, η διάταξη του άρθρου 49β εκ πρώτης όψεως φαίνεται να μην απαιτεί επίκληση τέτοιου (σπουδαίου) λόγου, προκειμένου να θεμελιωθεί το δικαίωμα του μετόχου της μειοψηφίας, για να αποχωρήσει και να ζητήσει την εξαγορά των μετοχών του.

Στην ουσία όμως ο σπουδαίος λόγος αυτός ενυπάρχει στη διάταξη του άρθρου 49β και είναι ο ίδιος ο έλεγχος των μετοχών της εταιρείας σε ποσοστό 95% από έναν μέτοχο. Η εταιρεία σε αυτήν την περίπτωση αποκτά δομή και λειτουργία που δε συμβαδίζει με το πολυμετοχικό χαρακτήρα της ανώνυμης εταιρείας και δεν παρέχει εχέγγυο ισότιμης συμμετοχής στην εταιρεία. Είναι αναμενόμενο η μειοψηφία να «ασφυκτιά» υπό το βάρος της απόλυτης κυριαρχίας του πλειοψηφούντος μετόχου στην εταιρεία.

Υπό αυτές τις συνθήκες η παραμονή της μειοψηφίας στην ΑΕ τεκμαίρεται αμάχητα ως ασύμφορη και μάλιστα χωρίς να χρειάζεται η επίκληση του ασύμφορου της παραμονής εκ μέρους της μειοψηφίας. Ενώ και ο πλειοψηφών μέτοχος δεν μπορεί ούτε και έχει σημασία να αποδείξει κάτι το διαφορετικό αφού και μόνο το γεγονός πως ελέγχει απόλυτα την εταιρεία αρκεί για να δώσει το παραπάνω δικαίωμα στη μειοψηφία. Για το λόγο αυτό και ο νομοθέτης δεν διατάσσει την εξαγορά των μετοχών από την εταιρεία (όπως στην περίπτωση του άρθρου 49α), αλλά από τον ίδιο το μέτοχο που κατέχει το 95% του μετοχικού κεφαλαίου καθώς είναι δίκαιο να επιβαρυνθεί ο αυτός με την απόκτηση των μετοχών της μειοψηφίας, κάτι που εξυπηρετεί τα συμφέροντα όχι μόνο της εταιρείας¹⁵³ αλλά και του ιδίου που θα κατέχει πλέον τον πλήρη έλεγχο της εταιρείας¹⁵⁴,

¹⁵² Διατύπωση της παρ. 1 εδ. β' 49β «α) συνδεδεμένες με αυτόν επιχειρήσει κατά την έννοια με παραγράφου 5 του άρθρου 42ε (ήδη άρθρου 32 του ν. 4308/2014), β) ο ή η σύζυγος του και γ) συγγενείς του μέχρι και του τρίτου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας».

¹⁵³ Αναλυτικά οι λόγοι καθιέρωσης του θεσμού της εξαγοράς που τείνουν στην εξυπηρέτηση της εταιρείας σε Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 11 επ.

¹⁵⁴ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 159

αφού η ΑΕ θα καταστεί μονοπρόσωπη (ή οιονεί μονοπρόσωπη στην περίπτωση που γίνουν οι συνυπολογισμοί του εδαφίου β' της παρ. 1).

Γ. Ο μέτοχος της μειοψηφίας

Μέτοχος μειοψηφίας που δύναται να ασκήσει το δικαίωμα εξαγοράς μπορεί να είναι φυσικό ή νομικό πρόσωπο. Το νομικό πρόσωπο μπορεί να έχει μορφή κεφαλαιουχικής ή και προσωπικής εταιρείας, και μπορεί να έχει την έδρα του και εκτός της ελληνικής επικράτειας¹⁵⁵. Ειδικότερα το δικαίωμα εξαγοράς αφορά τους μετόχους της μειοψηφίας. Αυτοί οι μέτοχοι θεωρούνται ως μειοψηφία, σε σχέση με την πλειοψηφία που εκφράζει ο μέτοχος έναντι του οποίου υφίσταται το δικαίωμα εξαγοράς των μετοχών¹⁵⁶. Δηλαδή αποδίδεται το δικαίωμα αυτό στο μέτοχο ή στους μετόχους που βρίσκονται αντιμέτωποι με την πλειοψηφία ενός μετόχου με ποσοστό 95% επί του μετοχικού κεφαλαίου. Συνάγεται έμμεσα, εξ αντιδιαστολής προς το ποσοστό του πλειοψηφούντος μετόχου, ότι για να έχουν το σχετικό δικαίωμα οι μέτοχοι της μειοψηφίας θα κατέχουν ποσοστό μέχρι 5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.¹⁵⁷

Ως προς τον αριθμό των μετοχών που επιτρέπεται να ασκήσουν το δικαίωμα της εξαγοράς, το άρθρο 49β ρητώς προβλέπει ότι αυτό μπορεί να ασκηθεί από έναν ή περισσότερους μετόχους. Ο μέτοχος μπορεί από κοινού ή με άλλους μετόχους να ασκήσει το δικαίωμα αποχώρησης και εξαγοράς των μετοχών του, εφόσον το ποσοστό των μετοχών τους δεν ξεπερνά το 5% του μετοχικού κεφαλαίου. Μπορεί όμως να το πράξει και μεμονωμένα από τους άλλους μετόχους, εφόσον και πάλι το ποσοστό των μετοχών του δεν ξεπερνά το 5% του μετοχικού κεφαλαίου. Σε μια τέτοια περίπτωση δεν αποκλείεται ο πλειοψηφών μέτοχος να κληθεί να αντιμετωπίσει παράλληλες δίκες από διαφορετικούς μέτοχος για τον ίδιο σκοπό¹⁵⁸.

¹⁵⁵ Σε αντίθεση με το Ν. 3461/2006 για την εφαρμογή του οποίου η εταιρεία πρέπει να έχει την καταστατική της έδρα στην Ελλάδα.

¹⁵⁶ Κατά μία άποψη αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο ο τίτλος του άρθρου 49β αναφέρεται σε μετοχές της «μειοψηφίας». Όπως έχουμε προαναφέρει υποστηρίζεται ότι στην πραγματικότητα δεν πρόκειται για δικαίωμα της μειοψηφίας αλλά για ατομικό δικαίωμα μετόχου και, αφού δικαιούχος του δικαιώματος μπορεί να είναι οποιοσδήποτε μέτοχος, που κατέχει ακόμα και μία μετοχή της εταιρείας. Βλ. Μούζουλας, Ν 3604/2007 για την αναμόρφωση και τροποποίηση του Κ.Ν. 2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών - κατ' άρθρο ερμηνεία, σελ. 585.

¹⁵⁷ Σε αντίθεση με το άρθρο 49α, όπου δε συνάγεται ούτε άμεσα ούτε και έμμεσα το ποσοστό της μειοψηφίας.

¹⁵⁸ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 73.

Περαιτέρω για να μπορέσει να ασκήσει ο μέτοχος το δικαίωμα εξαγοράς θα πρέπει να μπορεί να το μεταβιβάσει¹⁵⁹. Τέτοιο δικαίωμα μεταβίβασης έχει ο μέτοχος που κατέχει την πλήρη ή τουλάχιστον την ψιλή κυριότητα επί της μετοχής, ακόμα και αν πρόκειται για προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου. Απεναντίας δεν λαμβάνονται υπόψη τυχόν ενοχικές αξιώσεις για μεταβίβαση ή για πρωτογενή κτήση μετοχών (π.χ. δικαίωμα προτίμησης). Δεν λαμβάνονται επίσης υπόψη τυχόν μετατρέψιμες ομολογίες πριν ασκηθεί το δικαίωμα μετατροπής τους σε μετοχές¹⁶⁰. Στη περίπτωση δε της καταπιστευματικής μεταβίβασης το δικαίωμα κυριότητας επί της μετοχής το έχει ο καταπιστευματοδόχος, και αυτός θα δικαιούται να ζητήσει την εξαγορά των μετοχών¹⁶¹, ακόμα και όταν η καταπιστευματική μεταβίβαση έχει γίνει στο πλαίσιο δανεισμού μετοχών για λόγους εξασφάλισης και ακόμα αν έχει συμφωνηθεί η επαναμεταβίβαση των μετοχών. Ενώ στην περίπτωση επικαρπίας επί μετοχών και ενεχυρίασης μετοχών το δικαίωμα να ζητήσει την εξαγορά των μετοχών θα το έχει ο κύριος των μετοχών και όχι ο επικαρπωτής η ό ενεχυρούχος δανειστής¹⁶².

Όπως θα καταδείξουμε στη συνέχεια, συγκεκριμένο ρόλο στη διαπίστωση του πλειοψηφούντος μετόχου έχουν οι συνδεδεμένες με αυτόν επιχειρήσεις, ο/η σύζυγός του καθώς και τα συγγενικά του πρόσωπα. Τα πρόσωπα αυτά αντιμετωπίζονται ως ανήκοντα στον «κύκλο» του πλειοψηφούντος μετόχου και ως εκ τούτου δεν μπορούν ταυτόχρονα να θεωρηθούν πως ανήκουν και στους μετόχους της μειοψηφίας με δικαίωμα να ζητήσουν την εξαγορά των μετοχών τους από τον πλειοψηφούντα μέτοχο¹⁶³.

Δ. Πλειοψηφία που απέκτησε το 95% επί του μετοχικού κεφαλαίου

Στην περίπτωση του άρθρου 49β ο εξαγοράζων τις μετοχές είναι ο μέτοχος της πλειοψηφίας. Σε γενικές γραμμές, αυτά που ισχύουν για το μέτοχο της μειοψηφίας και τα χαρακτηριστικά του, ισχύουν και για το μέτοχο που είναι ο πλειοψηφών μέτοχος και

¹⁵⁹ Βλ. άρθρο 8β Κ.Ν. 2190/1920.

¹⁶⁰ Τέλλης. Εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας, σελ. 420.

¹⁶¹ Στην περίπτωση αυτή ο μέτοχος μπορεί να κινηθεί εναντίον του μόνο με την ενοχική αξίωση σε περίπτωση που παραβεί αυτός τα μεταξύ τους συμφωνηθέντα.

¹⁶² Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 74. Τα ως άνω ισχύουν και για τον μέτοχο της πλειοψηφίας.

¹⁶³ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 158.

κατέχει το 95% του μετοχικού κεφαλαίου¹⁶⁴. Συνεπώς, τέτοιος μέτοχος μπορεί να είναι κάθε μέτοχος της ΑΕ, φυσικό πρόσωπο ή και νομικό πρόσωπο¹⁶⁵.

Ένας πλειοψηφών μέτοχος

Εκ πρώτης όψεως από μια γρήγορη ανάγνωση του άρθρου 49β δημιουργείται η εντύπωση ότι η διάταξη επιβάλλει την εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας από έναν πλειοψηφούντα μετόχου. Το απαραίτητο ποσοστό καταρχήν δεν μπορεί να συγκεντρώνεται από πρόσωπα περισσότερα του ενός. Ωστόσο ο πλειοψηφών μέτοχος του άρθρου 49β μπορεί να κατέχει μόνος του ποσοστό 95% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ή μπορεί να συγκεντρώνει το απαραίτητο ποσοστό και μέσω άλλων προσώπων σύμφωνα με το άρθρο 42ε παρ. 5 (ήδη άρθρ. 32 Ν. 4308/2014)¹⁶⁶.

Προσεκτική ανάγνωση του άρθρου 49β υποδεικνύει, όπως θα αναπτύξουμε στη συνέχεια¹⁶⁷, ότι ο υπόχρεος να αποδεχθεί την άσκηση του δικαιώματος αποχώρησης των μετοχών της μειοψηφίας και ο υπόχρεος της εξαγοράς των μετοχών της στην πραγματικότητα μπορεί να μην είναι το ίδιο πρόσωπο, πράγμα που σημαίνει πως πρόσωπα πέραν του ενός μπορεί να κληθούν να εξαγοράσουν τις μετοχές της μειοψηφίας.

Ε. Περιπτώσεις συνυπολογισμών μετοχών

¹⁶⁴ Η διάταξη αναφέρει ως προϋπόθεση την απόκτηση από τον πλειοψηφούντα μέτοχο τουλάχιστον 95% επί του μετοχικού κεφαλαίου. Συνεπώς, είναι αδιάφορο αν οι μετοχές είναι κοινές ή προνομιούχες (αναλόγως των δικαιωμάτων που ενσωματώνουν), ή είναι ανώνυμες ή ονομαστικές (αναλόγως του τρόπου με τον οποίο μεταβιβάζονται), αρκεί να συγκεντρώνεται το προβλεπόμενο από τη νόμο ποσοστό επί του μετοχικού κεφαλαίου.

¹⁶⁵ Μπορεί να είναι νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου ή και νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου με έδρα στην Ελλάδα ή και στην αλλοδαπή. Μπορεί επίσης να είναι εταιρεία υπό ίδρυση, με στοιχεία κεφαλαιουχικής ή και προσωπικής εταιρείας.

¹⁶⁶ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 160. Τέτοιου είδους συνυπολογισμοί και γενικότερα διευρύνσεις του πεδίου εφαρμογής διατάξεων δεν είναι άγνωστες στο δίκαιο των ΑΕ (βλ. π.χ. αρ. 23α παρ. 5 Κ.Ν. 2190/1920), στόχο δε έχουν να ληφθεί υπόψη η κοινότητα συμφερόντων μεταξύ των εμπλεκόμενων προσώπων, ούτως ώστε να διασφαλιστεί η ικανοποίηση του σκοπού της εκάστοτε εφαρμοζόμενης διάταξης. Βλ. Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 469, Αλεξανδροπούλου, «Squeeze-out» και νομικά ζητήματα που ανακύπτουν από την εφαρμογή του, ΔΕΕ 2008, σελ. 406.

¹⁶⁷ Η εφαρμογή της διάταξης του άρθρου 32 του Ν. 4308/2014 στην περίπτωση της διαπίστωσης του πλειοψηφούντος μετόχου μπορεί να οδηγήσει σε πολύ πιο περίπλοκες αναζητήσεις του τελικού προσώπου που θα κληθεί να εξαγοράσει τις μετοχές της μειοψηφίας. Βλ. παρακάτω σελ. 86 επ.

Παρακάτω αναπτύσσονται οι περιπτώσεις που προβλέπονται στην παρ. 1 εδ. β' του άρθρου 46 Ν 4548/2018 και στις οποίες κάμπτεται ο παραπάνω κανόνας του ενός πλειοψηφούντος μέτοχου¹⁶⁸.

I. Συνδεδεμένες επιχειρήσεις και στενά μέλη οικογενείας

Στην παρ. 1 εδ. β' του άρθρου 46 Ν 4548/2018 ορίζεται πως στο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας που κατέχει ο πλειοψηφών μέτοχος συνυπολογίζονται τα ποσοστά που κατέχουν: α) οι συνδεδεμένες με αυτόν επιχειρήσεις κατά την έννοια του άρθρου 32 του Ν. 4308/2014 και β) τα στενά μέλη οικογένειας αυτού, όπως αυτά ορίζονται στο Παράρτημα Α' του ν. 4308/2014¹⁶⁹. Μέσω της διάταξης αυτής κάμπτεται σημαντικά η αρχή του ενός πλειοψηφούντος μετόχου, καθώς το απαραίτητο ποσοστό συγκεντρώνεται μέσω περισσότερων προσώπων, υπό τον όρο της πλήρωσης συγκεκριμένων προϋποθέσεων, τις οποίες η διάταξη θέτει, προκειμένου να αξιωθεί από τον πλειοψηφούντα μέτοχο η εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας. Ο νομοθέτης έκρινε πως το γεγονός ότι ο πλειοψηφών μέτοχος δεν κατέχει ο ίδιος άμεσα το απαραίτητο ποσοστό για την εφαρμογή του άρθρου 46 Ν 4548/2018 δεν πρέπει να αποτελέσει εμπόδιο στην άσκηση του δικαιώματος εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας.

Στο άρθρο 32 παρ. 2 Ν. 4308/2014 καθορίζονται κατά τρόπο περιοριστικό ότι συνδεδεμένες επιχειρήσεις είναι¹⁷⁰:

Οι επιχειρήσεις εκείνες μεταξύ των οποίων υπάρχει σχέση μητρικής οντότητας προς θυγατρική. Σχέση μητρικής επιχείρησης προς θυγατρική υπάρχει όταν μια επιχείρηση (μητρική):

α) Έχει την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου των μετόχων, εταίρων ή μελών της άλλης οντότητας (θυγατρική οντότητα).

β) Έχει το δικαίωμα να διορίζει ή να παύει την πλειοψηφία των μελών του διοικητικού, διαχειριστικού ή εποπτικού οργάνου της άλλης οντότητας (θυγατρική οντότητα) και είναι ταυτόχρονα μέτοχος, εταίρος ή μέλος αυτής της οντότητας.

¹⁶⁸ Ειδικά για τη διάταξη του άρθρου 49β παρ. 1 εδ. β' θα γίνει αναφορά στη νέα διάταξη του άρθρου 46 παρ. 1 εδ. β' Ν 4548/2018.

¹⁶⁹ Η ουσία της διάταξης παρέμεινε η ίδια. Στο άρθρο 49β παρ. 1 εδ. β' προβλεπόταν ότι συνυπολογίζονται οι μετοχές των α) συνδεδεμένων με αυτόν επιχειρήσεων κατά την έννοια της παρ. 5 του άρθρου 42ε, β) τους ή της σύζυγος του και γ) των συγγενών του μέχρι και του τρίτου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας. Για την περίπτωση των συγγενών και συνδεδεμένων επιχειρήσεων βλ. ίδια διατύπωση και σε άρθρο 23α Κ.Ν. 2190/1920 σε Γκολογκίνα-Οικονόμου, σε ΔικΑΕ άρθρο 23α αρ. 14-15.

¹⁷⁰ Περάκης, Σωτηρόπουλος, Λιβαδά, Δρίτσας, Το δίκαιο της λογιστικής, σελ. 253 επ.

γ) Έχει το δικαίωμα να ασκεί κυριαρχική επιρροή στην άλλη οντότητα (θυγατρική οντότητα), της οποίας είναι μέτοχος, εταίρος ή μέλος, είτε βάσει σύμβασης που έχει συνάψει με την οντότητα αυτή είτε βάσει πρόβλεψης του ιδρυτικού εγγράφου ή του καταστατικού της.

δ) Είναι μέτοχος, εταίρος ή μέλος της άλλης οντότητας και είτε:

δ1) ελέγχει από μόνη της, δυνάμει συμφωνίας που έχει συνάψει με άλλους μετόχους, εταίρους ή μέλη της οντότητας αυτής (θυγατρική οντότητα), την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου των μετόχων, εταίρων ή μελών της είτε

δ2) ισχύουν αθροιστικά οι κατωτέρω προϋποθέσεις:

δ2.1) Η πλειοψηφία των μελών των διοικητικών, διαχειριστικών ή εποπτικών οργάνων της οντότητας αυτής (θυγατρικής οντότητας) που είχαν τη διοίκηση κατά τη διάρκεια της τρέχουσας περιόδου, καθώς και κατά την προηγούμενη περίοδο και μέχρι την κατάρτιση των ενοποιημένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων, έχει διοριστεί μόνο ως αποτέλεσμα της άσκησης των δικαιωμάτων ψήφου αυτής.

δ2.2) Τα δικαιώματα ψήφου που κατέχονται από τη μητρική οντότητα αντιπροσωπεύουν τουλάχιστον το 20% των συνολικών δικαιωμάτων ψήφου στη θυγατρική οντότητα.

δ2.3) Κανένα τρίτο μέρος δεν έχει τα δικαιώματα που αναφέρονται στα σημεία α', β' ή γ' της παρούσας παραγράφου, αναφορικά με αυτή την οντότητα (θυγατρική οντότητα).

ε) Έχει την εξουσία να ασκεί ή πράγματι ασκεί κυριαρχική επιρροή ή έλεγχο στην άλλη οντότητα (θυγατρική οντότητα).

Στην παρ. 3 προβλέπεται ότι για την εφαρμογή των στοιχείων α', β' και δ' της παραγράφου 2, στα δικαιώματα (ψήφου, διορισμού και παύσης της πλειοψηφίας των μελών του διοικητικού οργάνου κάθε θυγατρικής οντότητας), της μητρικής προστίθενται τα δικαιώματα κάθε προσώπου που ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της μητρικής οντότητας ή μιας άλλης θυγατρικής οντότητας.

Περαιτέρω στην παρ. 4 προβλέπεται ότι για την εφαρμογή των στοιχείων α', β' και δ' της παραγράφου 2, από τα δικαιώματα της παραγράφου 3 αφαιρούνται τα δικαιώματα τα οποία: α) ενσωματώνονται σε μετοχές που κατέχονται για λογαριασμό ενός προσώπου που δεν είναι ούτε η μητρική οντότητα ούτε μια θυγατρική οντότητα αυτής της μητρικής, ή β) ενσωματώνονται σε μετοχές οι οποίες: β1) κατέχονται για εγγύηση, εφόσον τα δικαιώματα αυτά ασκούνται, σύμφωνα με τις οδηγίες που έχουν ληφθεί, ή β2) κατέχονται σε σχέση με δάνεια που χορηγήθηκαν στα πλαίσια της συνήθους επιχειρηματικής

δραστηριότητας, εφόσον τα δικαιώματα ψήφου ασκούνται προς όφελος του προσώπου που παρέχει την εγγύηση.

Τέλος στην παρ. 5 προβλέπεται ότι για τους σκοπούς των σημείων α' και δ' της παραγράφου 2, το σύνολο των δικαιωμάτων ψήφου των μετόχων, εταίρων ή μελών στην θυγατρική οντότητα, μειώνεται με τα δικαιώματα ψήφου που ενσωματώνονται στις μετοχές που κατέχονται από αυτή την ίδια την οντότητα, από μια θυγατρική αυτής της οντότητας ή από ένα πρόσωπο που ενεργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό αυτών των οντοτήτων¹⁷¹.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι πρέπει να αναζητείται κατά πόσο στην ΑΕ συμμετέχουν ως μέτοχοι επιχειρήσεις, οι οποίες εξαρτώνται άμεσα ή έμμεσα κατά τα ανωτέρω από τον πλειοψηφούντα μέτοχο. Μέσω των συνυπολογισμών που λαμβάνουν χώρα με τις μετοχές που κατέχουν οι συνδεδεμένες αυτές επιχειρήσεις μπορεί να προσεγγισθεί το απαραίτητο ποσοστό κατοχής μετοχών στην ΑΕ¹⁷².

Η διάταξη του άρθρου 46 παρ. 1 εδ. β' στοιχ. β' Ν. 4308/2014 κάνει λόγο για τα στενά μέλη της οικογένειας του πλειοψηφούντος μετόχου, όπως αυτά ορίζονται στο Παράρτημα Α' του ν. 4308/2014.

Στο Παράρτημα Α του Ν. 3408/2014 τα πρόσωπα αυτά ορίζονται ως εξής : Στενό μέλος οικογένειας (close family member) ενός προσώπου είναι εκείνο το μέλος της οικογένειάς του, που μπορεί να αναμένεται ότι επηρεάζει, ή επηρεάζεται από το πρόσωπο αυτό κατά την ενασχόλησή τους με την οντότητα. Στην έννοια του στενού μέλους οικογένειας περιλαμβάνονται:

α) Ο(η) σύζυγος ή ο(η) σύντροφος με τον(την) οποίο(α) συγκατοικεί το πρόσωπο.

β) Τα εξαρτώμενα μέλη, συμπεριλαμβανομένων ανιόντων ή κατιόντων συγγενών, του προσώπου ή του(της) συζύγου του(της) ή του(της) συντρόφου του(της), με τον(την) οποίο(α) συγκατοικεί το πρόσωπο.

¹⁷¹ Για την εφαρμογή του άρθρου 34 Ν 3408/2014 βλ. αναλυτικά με παραδείγματα Περάκης, Σωτηρόπουλος, Λιβαδά, Δρίτσας, Το δίκαιο της λογιστικής σελ. 253 επ.

¹⁷² Προκειμένου να γίνει αντιληπτή η σημασία με παραπάνω διάταξης γίνεται αναφορά σε συγκεκριμένο παράδειγμα από τη διεθνή βιβλιογραφία (Fuhrmann/Simon, WM 2002 σελ. 1212). Σε μια εταιρεία Χ κατέχει ο μέτοχος Γ ποσοστό 24%, ενώ η μειοψηφία Α το 1%. Το 75% των μετοχών της Χ κατέχεται από μια ΕΠΕ, στην οποία συμμετέχουν ως εταίροι ο Β με ποσοστό 49%, και ο Γ με ποσοστό 51 %. Φαινομενικά η ΕΠΕ αποτελεί τον πλειοψηφούντα μέτοχο στην Χ ΑΕ, αλλά αυτή δεν προσεγγίζει το απαραίτητο ποσοστό, προκειμένου να ζητηθεί από αυτήν να εξαγοράσει τις μετοχές με μειοψηφία σελ. Ωστόσο, ο μέτοχος Γ πληροί τις προϋποθέσεις του άρθρου 49β Κ.Ν. 2190/1920. Και αποτελεί αυτός μαζί με τη συνδεδεμένη επιχείρηση (ΕΠΕ) τον πλειοψηφούντα μέτοχο, προκειμένου να ζητηθεί από αυτόν να εξαγοράσουν τις μετοχές της μειοψηφίας. Αυτό οφείλεται στο γεγονός πως ο Γ ελέγχει την ΕΠΕ, που είναι μέτοχος με ποσοστό 75% και στο 24% που κατέχει αυτός συνυπολογίζεται και το ποσοστό της ΕΠΕ σύμφωνα μετά άρθρα 46 Ν 4548/2018 και 32 Ν 4308/2014. Βλ. Βενιέρη, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 162.

Ο συνυπολογισμός των μετοχών των προσώπων αυτών σκοπό έχει να αναδείξει τη έκταση της πραγματικής εξουσίας που ασκεί ο πλειοψηφών μέτοχος επί της εταιρείας μέσω της επιρροής του σε άλλα πρόσωπα που κατέχουν μετοχές της εταιρείας. Τα πρόσωπα αυτά επαυξάνουν την ισχύ του πλειοψηφούντος μετόχου, στον βαθμό που οι μέτοχοι αυτοί δρουν συντεταγμένα με βάση τη βούληση του πλειοψηφούντος μετόχου και συγγενικού τους προσώπου. Συμβάλλουν στην απόλυτη κυριαρχία του πλειοψηφούντος μετόχου επί της εταιρείας, ενισχύουν την «ασφυξία» που νιώθει ο μικρομέτοχος από την πλειοψηφία και ως εκ τούτου δικαιολογείται η αντιμετώπιση τους ως προσώπων ανηγόντων στον κύκλο του πλειοψηφούντος μετόχου¹⁷³.

Βέβαια δεν αποκλείεται σε κάποιες περιπτώσεις να χρειαστεί περιστολή της εφαρμογής της παραπάνω διάταξης περί στενών μελών της οικογενείας¹⁷⁴. Τα παραπάνω και η αντίστοιχη εφαρμογή του άρθρου 49β αλλοιώνονται, όταν τα συγγενικά αυτά πρόσωπα στην πράξη δεν ανήκουν στον κύκλο επιρροής και ισχύος του πλειοψηφούντος μετόχου. Δεν είναι, δε, σπάνιες οι περιπτώσεις όπου τα ίδια τα πρόσωπα αυτά βρίσκονται υπό κάποιες προϋποθέσεις στην ίδια «ασφυκτική» θέση, στην οποία βρίσκεται ο μικρομέτοχος. Ειδικά στην περίπτωση που οι σχέσεις με τον πλειοψηφούντα μέτοχο είναι διαταραγμένες και π.χ. τα συγγενικά πρόσωπα τηρούν αποστάσεις από τις επιλογές και τη διαχείριση του πλειοψηφούντος μετόχου. Πολύ συχνά μάλιστα, τα συγγενικά πρόσωπα δεν έχουν καμία ουσιαστική ανάμειξη με τη διοίκηση της εταιρείας, δεν έχουν καμία δραστηριότητα σε αυτήν και η συμμετοχή τους στην εταιρεία είναι τυπική. Υπό το παραπάνω πρίσμα ο σκοπός του νόμου και οι συνέπειες που αυτός επιφέρει δεν συνάδουν με την ομαδοποίηση και αυτών των προσώπων στη σφαίρα επιρροής του πλειοψηφούντος μετόχου¹⁷⁵.

Παρά την ως άνω διαπίστωση η γραμματική διατύπωση του άρθρου δεν αφήνει περιθώρια για διαφορετική ερμηνεία σε ότι αφορά τα στενά μέλη της οικογενείας. Η πρόθεση του νομοθέτη είναι να τεκμαίρεται η ομαδοποίηση των προσώπων αυτών στη σφαίρα επιρροής του πλειοψηφούντος μετόχου. Εναπόκειται πλέον στα πρόσωπα αυτά κατά τη διαδικασία της εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας να προβάλλουν τον

¹⁷³ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 163.

¹⁷⁴ Στη θεωρία προτείνεται η συσταλτική ερμηνεία με αναλογική εφαρμογή των διατάξεων περί συγγενών ως προς τις ανακοινώσεις στο δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς (βλ. άρθρο 6 της Απόφασης 3/347/12.07.2005, ΦΕΚ-Β/983/2005.), προκειμένου να προσδιορισθούν τα πρόσωπα εκείνα που ανήκουν άμεσα ή έμμεσα στον κύκλο των προσώπων που ελέγχουν την εταιρεία, όπου αποφασιστικό κριτήριο δεν είναι μόνο ο βαθμός συγγένειας αλλά και το πιο ουσιαστικό κριτήριο της συγκατοίκησης μαζί με το πρόσωπο αυτό (που ασκεί διευθυντικά καθήκοντα) για ένα τουλάχιστον έτος κατά την ημερομηνία της σχετικής συναλλαγής. Βλ. Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 163.

¹⁷⁵ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 163.

αντίστοιχο ισχυρισμό και να αποδείξουν πως στην πραγματικότητα δεν ανήκουν στη σφαίρα επιρροής και ισχύος του πλειοψηφούντος μετόχου. Στην περίπτωση που αποδειχθεί ότι δεν ελέγχονται ούτε δρουν υπό την επιρροή του πλειοψηφούντος μετόχου, οι μετοχές τους δεν θα συνυπολογιστούν με αυτές του τελευταίου. Ο περιορισμός αυτός ως προς την εφαρμογή του άρθρου 49β επιβάλλεται όχι μόνο από το σκοπό του άρθρου αλλά και από τις επιταγές της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών σύμφωνα με το άρθρο 281 ΑΚ.

II. Εταιρεία Συμμετοχών (Holding)

Όπως έχουμε προαναφέρει, δεν έχει σημασία ποιά νομική μορφή και ποιά άλλα χαρακτηριστικά έχει ο κάτοχος του ποσοστού 95% επί του μετοχικού κεφαλαίου, αρκεί να έχει νομική προσωπικότητα. Συνεπώς, ο πλειοψηφών μέτοχος θα μπορούσε να είναι μια εταιρεία, της οποίας ο σκοπός είναι μόνο η συμμετοχή σε άλλες ανώνυμες εταιρείες (εταιρεία holding). Μια τέτοια εταιρεία σκοπό έχει την απόκτηση, έλεγχο και διαχείριση των μετοχών και των εταιρειών, από τις οποίες προέρχονται οι μετοχές, ενώ δεν έχει σκοπό κάποια άλλη δραστηριότητα ή συμμετοχή στις συναλλαγές¹⁷⁶. Η νομική μορφή της δεν έχει σημασία καθώς μπορεί να είναι προσωπική ή και κεφαλαιουχική εταιρεία. Δεν είναι σπάνιο η εταιρεία αυτή να διαμορφώνεται από πρόσωπα πέραν του ενός, τα οποία κατέχουν μετοχές σε μια ανώνυμη εταιρεία και μεταβιβάζουν όλοι τις μετοχές τους σε ένα νομικό πρόσωπο που συστήνουν για να διαχειρίζεται για λογαριασμό τους τις μετοχές αυτές. Σε μια τέτοια περίπτωση η πλειοψηφία θα κατέχεται από έναν μέτοχο δηλαδή την συγκεκριμένη εταιρεία, η οποία ελέγχεται από τους πρώην μετόχους της ανώνυμης εταιρείας¹⁷⁷.

III. Κοινοπραξία μετόχων

Περίπτωση που ομοιάζει με την προηγούμενη είναι η δημιουργία κοινοπραξίας από τους πλειοψηφούντες μετόχους, η οποία αποσκοπεί στην από κοινού μέσω της κοινοπραξίας διαχείριση των μετοχών με σκοπό την από κοινού διαχείριση των εταιρικών

¹⁷⁶ Για αυτό και ο Ρόκας Ν., Εμπορικές Εταιρείες, παρ. 61 αρ. 3 επ αναφέρει πως η εταιρεία holding δεν έχει παραγωγική δραστηριότητα αλλά μόνο σκοπό την απόκτηση και διαχείριση συμμετοχών σε άλλες εταιρείες. Η εταιρεία holding μπορεί αν έχει οποιαδήποτε εταιρική μορφή ακόμα και τη μορφή αστικής εταιρείας, όχι όμως αφανούς.

¹⁷⁷ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 164.

υποθέσεων. Εφόσον η κοινοπραξία αυτή έχει νομική προσωπικότητα και κατέχει τουλάχιστον 95% του μετοχικού κεφαλαίου, είτε άμεσα είτε έμμεσα δια του συνδεδεμένων επιχειρήσεων ή συγγενικών προσώπων, μπορεί να κληθεί η κοινοπραξία να αποκτήσει τις μετοχές της μειοψηφίας¹⁷⁸.

Γίνεται ειδική αναφορά σε αυτό το είδος πλειοψηφούντος μετόχου (Εταιρεία Συμμετοχών και κοινοπραξία) καθώς γεννάται το ερώτημα αν η εταιρεία αυτή που κατέχει τις μετοχές αντί των πολλών μετόχων, μπορεί να είναι ο αποδέκτης του δικαιώματος της μειοψηφίας να αποχωρήσει και να μεταβιβάσει τις μετοχές της ή μήπως το δικαίωμα αυτό θα ασκείται καταχρηστικά ειδικά στην περίπτωση που η Εταιρεία Συμμετοχών ή η κοινοπραξία έχει προσωρινό και όχι μόνιμο χαρακτήρα. Σε μια τέτοια περίπτωση θα πρέπει να συνεκτιμηθεί ο σκοπός και η διάρκεια της Εταιρείας Συμμετοχών ή της κοινοπραξίας, προκειμένου να μην ζητηθεί καταχρηστικά από αυτές η απόκτηση των μετοχών της μειοψηφίας¹⁷⁹.

IV. Εξωεταιρικές συμφωνίες

Σε περίπτωση κατάρτισης εξωεταιρικής συμφωνίας μεταξύ μετόχων που κατέχουν συνολικά το 95% ή και παραπάνω επί του μετοχικού κεφαλαίου σε μια ΑΕ, με περιεχόμενο την άσκηση των δικαιωμάτων τους επί των μετοχών της συγκεκριμένης ανώνυμης εταιρείας, η απλή αυτή ενοχική δέσμευση μεταξύ των μετόχων δεν θα πληροί τις προϋποθέσεις του άρθρου 49β παρ. 1 εδ. β'. Ως εκ τούτου οι μέτοχοι αυτοί δεν θα υπεισέλθουν στη θέση του ενός πλειοψηφούντος μετόχου, ακόμα και αν κατ' αποτέλεσμα στην πράξη ελέγχουν την εταιρεία, ως εάν να υπήρχε ένας πλειοψηφών μέτοχος.

Εξαίρεση αποτελεί η εξωεταιρική συμφωνία που προβλέπεται στο άρθρο 32 παρ. 2 στοιχ. δ υποστοιχ. δ1, όταν δηλαδή η μητρική συμμετέχει ως μέτοχος, εταίρος ή μέλος στη θυγατρική και ταυτόχρονα ελέγχει από μόνη της, δυνάμει συμφωνίας που έχει συνάψει με άλλους μετόχους, εταίρους ή μέλη της θυγατρικής, την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου των μετόχων, εταίρων ή μελών της¹⁸⁰.

¹⁷⁸ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 165.

¹⁷⁹ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 166.

¹⁸⁰ Π.χ. η εταιρεία Α (μητρική εταιρεία) κατέχει μετοχές στην Β σε ποσοστό 25% επί του μετοχικού κεφαλαίου. Ποσοστό ύψους 26% στην Β κατέχει και η εταιρεία Χ. Η εταιρεία Α και η εταιρεία Χ έχουν συμφωνήσει πως η Α θα ελέγχει την πλειοψηφία των ψήφων στην εταιρεία Β. Έτσι η εταιρεία Β καθίσταται συνδεδεμένη της Α. Αν η Α κατέχει το 80% του ΜΚ στην εταιρεία Ω και η Β το 16% στο ΜΚ της Ω οι μέτοχοι της μειοψηφίας μπορούν να ασκήσουν το δικαίωμα εξαγοράς. Η συμφωνία μεταξύ της εταιρείας Α και Χ είναι εξωεταιρική σύμφωνα με το άρθρο 32 παρ. 2 στοιχ. δ υποστοιχ. δ1 και αποτελεί τη μόνη περίπτωση εξωεταιρικής συμφωνίας που θα μπορούσε έμμεσα να οδηγήσει σε εφαρμογή του άρθρου 49β.

Εάν ήθελε κανείς να αναζητήσει έναν κοινό παρονομαστή των νομοθετικά καθοριζόμενων σχέσεων μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών, προσώπων φυσικών ή νομικών αυτός θα πρέπει να εντοπιστεί στη δυνατότητα συντονισμού της μετοχικής δράσης των προσώπων αυτών ως προς τη λειτουργία της ανώνυμης εταιρίας χωρίς να απαιτείται ο συντονισμός αυτός να λάβει πράγματι χώρα, αρκεί δηλαδή για τις ανάγκες της διάταξης, η απλή δυνατότητα, όπως αυτή απορρέει από τους συγκεκριμένους δεσμούς¹⁸¹.

Θα πρέπει επιπλέον να επισημανθεί, ότι ο συνυπολογισμός δεν ερείδεται στη δυνατότητα ελέγχου κάποιου μετόχου επί κάποιου άλλου μετόχου, οι μετοχές των οποίων συνυπολογίζονται. Αυτό μπορεί να συμβαίνει σε κάποιες περιπτώσεις, όπως π.χ. όταν υπάρχει σχέση μητρικής - θυγατρικής μεταξύ των συνυπολογιζομένων μετόχων, δεν συμβαίνει όμως πάντοτε¹⁸². Συνεπώς δεν έχει νομική σημασία για το συνυπολογισμό το αν κάποιος μέτοχος ελέγχει κάποιον άλλο («οριζόντιος» έλεγχος), πράγμα που δεν αποκλείεται να συμβαίνει, όταν πρόκειται για συνδεδεμένες επιχειρήσεις, αλλά το αν οι δεσμοί (νομικοί ή πραγματικοί) μεταξύ των μετόχων είναι τέτοιοι, που καθιστούν δυνατό το συντονισμό της μετοχικής τους δράσης και τον έλεγχο της εταιρίας («κάθετος» έλεγχος)¹⁸³.

ΣΤ. Απόκτηση και διατήρηση του 95% επί του μετοχικού κεφαλαίου

Από τη γραμματική διατύπωση της διάταξης του άρθρου 49β προκύπτει ότι ουσιαστική προϋπόθεση για την άσκηση του δικαιώματος της μειοψηφίας είναι η απόκτηση μετά την ίδρυση της εταιρίας και η διατήρηση από τον πλειοψηφούντα μέτοχο ή τα πρόσωπα της παρ. 1 του εδαφίου β' του ενενήντα πέντε τοις εκατό (95%) του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας¹⁸⁴. Η απόκτηση και διατήρηση του κρίσιμου ποσοστού μετοχών αποτελούν τις προϋποθέσεις γένεσης του ουσιαστικού δικαιώματος της μειοψηφίας και ταυτόχρονα προσδιορίζουν την παθητική νομιμοποίηση της πλειοψηφίας, η οποία αποτελεί και στοιχείο της αγωγής.

¹⁸¹ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 769-770.

¹⁸² Π.χ. μέτοχος στην εταιρία Α κατά 60% είναι η θυγατρική Θ, της οποίας η μητρική εταιρία Μ έχει επίσης 35% στην Α, εν προκειμένω δεν υφίσταται έλεγχος της Μ από την Θ, αλλά το αντίστροφο.

¹⁸³ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 770.

¹⁸⁴ Το ερώτημα που τίθεται είναι αν η επιλογή του ορίου του 95% επιβάλλεται ως δικαιοπολιτική επιλογή από κάποιο ειδικό λόγο. Ανεξάρτητα με την πρόθεση του νομοθέτη, ειδικά στην περίπτωση των εισηγμένων εταιριών, η επιλογή του 95% συμπίπτει με το απαιτούμενο όριο για την οικειοθελή διαγραφή μιας εταιρίας από το χρηματιστήριο. Βλ. άρθρο 17 του Ν 3371/2005. Κουλορίδας Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 596.

I. Έννοια «αποκτώντος»

Ως «αποκτών», εκ πρώτης όψεως, εννοείται αυτός που έχει πλήρες δικαίωμα κυριότητας επί των μετοχών, ανεξάρτητα από τον τρόπο με τον οποίο έχει αποκτήσει τις μετοχές (π.χ. μέσω της εταιρείας ή άλλων μετόχων, από οργανωμένη ή μη αγορά, ή και μετά από πρόταση εξαγοράς). Μπορεί επίσης να έχει αποκτήσει το συγκεκριμένο ποσοστό μέσω αυξήσεων κεφαλαίου, κατόπιν παραίτησης των άλλων μετόχων από τα δικαιώματα συμμετοχής στην αύξηση.

Όπως προαναφέραμε, για το μέτοχο της μειοψηφίας, κύριος θεωρείται και το πρόσωπο που κατέχει μετοχές υπό διαλυτική αίρεση π.χ. ο καταπιστευματοδόχος σε περίπτωση δανεισμού μετοχών για λόγους εξασφάλισης, μπορεί να κληθεί να εξαγοράσει τις μετοχές της μειοψηφίας, ακόμα και αν έχει συμφωνηθεί η επαναμεταβίβαση των μετοχών που κατέχει, ενώ αυτός που κατέχει επικαρπία ή ενέχυρο επί των μετοχών δεν θα κληθεί να εξαγοράσει τις μετοχές της μειοψηφίας¹⁸⁵. Το πρόσωπο λοιπόν που κατέχει ως κύριος το 95% τουλάχιστον του μετοχικού κεφαλαίου θα κληθεί να εξαγοράσει τις μετοχές της μειοψηφίας.

Τα παραπάνω όμως περί της προϋπόθεσης κυριότητας επί της μετοχής ανατρέπονται, αν συνυπολογισθεί η εφαρμογή του άρθρου 32 παρ. 2 Ν 3408/2014¹⁸⁶ και της διάταξης για τα συγγενικά πρόσωπα, όπου παραπέμπει το άρθρο 49β παρ. 1 εδ. β' (ήδη το άρθρο 46 παρ. 1 εδ. β' Ν 4548/2018), το οποίο υπαγορεύει κατά τον προσδιορισμό του πλειοψηφούντος μετόχου, τον συνυπολογισμό ποσοστών άλλων μετόχων, σε αυτά που ο πλειοψηφών μέτοχος έχει αποκτήσει, με αποτέλεσμα για τον χαρακτηρισμό του «αποκτώντα» η κυριότητα επί των μετοχών να μην αποτελεί το πλέον κατάλληλο κριτήριο¹⁸⁷.

¹⁸⁵ Συνεπώς, ο κάτοχος δικαιώματος προαίρεσης (option) βάσει του άρθρου 13 παρ. 13 Κ.Ν. 2190/1920 ή ομολογιών μετατρέψιμων ή ανταλλάξιμων, για όσο χρόνο δεν ασκείται το δικαίωμα μετατροπής ή ανταλλαγής, βάσει του άρθρου 3α Ν 3190/1920 ή του άρθρου 7 του Ν 3156/2003, δεν εμπίπτει στην έννοια του πλειοψηφούντος μετόχου.

¹⁸⁶ Το άρθρο 49β παραπέμπει στο του άρθρου 42ε παρ. 5 Ν. 2190/1920, το οποίο καταργήθηκε με το αρ. 38 παρ. 3 περ. α' του Ν. 3408/2014 (ΦΕΚ Α' 251/24.11.2014) για περιόδους που αρχίζουν μετά την 31^η Δεκεμβρίου 2014. Σύμφωνα με την παρ. του ίδιου άρθρου «Όπου άλλη διάταξη νόμου ή άλλος κανόνας δικαίου παραπέμπει σε διατάξεις του κ.ν. 2190/1920 οι οποίες καταργούνται δυνάμει του παρόντος άρθρου, με την έναρξη ισχύος του παρόντος νόμου η παραπομπή αυτή νοείται ότι αναφέρεται στις αντίστοιχες διατάξεις του παρόντος νόμου. Ειδικότερα: ... Παραπομπή στην παρ. 5 του άρθρου 42ε του κ.ν. 2190/1920 θεωρείται ότι αναφέρεται στο άρθρο 32 του παρόντος νόμου.».

¹⁸⁷ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 168.

Ειδικότερα, από τον συνδυασμό των ως άνω διατάξεων προκύπτει ότι μπορεί να εμφανισθεί ακόμα και μέτοχος ο οποίος θα έχει την κυριότητα επί μόνο μίας μετοχής της ΑΕ (ή ακόμα και καμίας¹⁸⁸), αλλά θα ελέγχει κατά την έννοια του άρθρου 46 παρ. 1 εδ. β' Ν 4548/2018 επιχειρήσεις, οι οποίες είναι συνδεδεμένες προς το πρόσωπο αυτό, ή μετοχές ανήκουσες σε στενά μέλη της οικογενείας του και οι οποίοι από κοινού κατέχουν το 95% του μετοχικού κεφαλαίου. Το πρόσωπο αυτό μαζί με τις συνδεδεμένες επιχειρήσεις και τα στενά μέλη της οικογενείας του είναι άμεσοι ή έμμεσοι μέτοχοι (συνολικά) ποσοστού 95% επί του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΕ και για αυτό εμπίπτουν στην έννοια του πλειοψηφούντος μετόχου και πρέπει να κληθούν να εξαγοράσουν τις μετοχές της μειοψηφίας. Οι μετοχές που έχουν «αποκτήσει» όλα τα παραπάνω πρόσωπα πρέπει να συνυπολογισθούν σύμφωνα με το άρθρο 46 παρ. 1 εδ. β' Ν 4548/2018 περί συνυπολογισμού των ποσοστών¹⁸⁹.

Διαφορετική λύση θα αντιμετώπιζε δυσμενώς αυτή τη μειοψηφία του 5%, καθώς στην πραγματικότητα η μειοψηφία σε αυτήν την περίπτωση δεν βρίσκεται σε διαφορετική θέση έναντι της μειοψηφίας, στην οποία ο πλειοψηφών μέτοχος ελέγχει άμεσα ως κύριος ο ίδιος τουλάχιστον το 95% του μετοχικού κεφαλαίου. Κατά τα ανωτέρω στην έννοια του αποκτώντα του άρθρου 49β εμπίπτει κυρίως αυτός που έχει αποκτήσει τον έλεγχο της ΑΕ σε ποσοστό τουλάχιστον 95% του μετοχικού κεφαλαίου μέσω συνδεδεμένων επιχειρήσεων ή και των στενών μελών της οικογενείας του χωρίς να απαιτείται να έχει και άμεση κυριότητα επί όλων των μετοχών της ΑΕ στο απαραίτητο ποσοστό. Υπό το παραπάνω λοιπόν πρίσμα πρέπει να τεθεί ως κριτήριο και ο έλεγχος επί των μετοχών που αποτελούν το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας και όχι μόνο η κυριότητα επί των μετοχών αυτών.

Από τη γραμματική διατύπωση της διάταξης της παρ. 1 εδ. β' του άρθρου 49β και ειδικά την επιλογή της λέξης «συνυπολογίζονται» και όχι απλώς «υπολογίζονται» προκύπτει η επιθυμία του νομοθέτη για «ουσιαστική» εμπλοκή του πλειοψηφούντος μετόχου στην απόκτηση μετοχών επί του μετοχικού κεφαλαίου, έστω και ενός πολύ μικρού ποσοστού. Με άλλα λόγια θε πρέπει αυτός που θα κριθεί ως ο πλειοψηφών μέτοχος να κατέχει τουλάχιστον μια μετοχή ο ίδιος ως κύριος ενώ μέχρι το υπόλοιπο απαραίτητο ποσοστό για την εφαρμογή του άρθρου 49β μπορεί να «συνυπολογίζονται»

¹⁸⁸ Η άποψη περί μη κατοχής ούτε μίας μετοχής δεν γίνεται γενικά αποδεκτή. Το άρθρο 49β κάνει σαφώς λόγο για «αποκτώντα» για αυτό και ο υπολογισμός του ποσοστού μόνο μέσω των συνδεδεμένων επιχειρήσεων και των συγγενικών προσώπων δεν αρκεί.

¹⁸⁹ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 169.

και οι μετοχές των άλλων αναφερόμενων προσώπων¹⁹⁰. Δεν επιτρέπει η διάταξη τον υπολογισμό του απαραίτητου ποσοστού επί του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας αποκλειστικά και μόνο από τα συγγενικά του πρόσωπα ή από συνδεδεμένες επιχειρήσεις¹⁹¹. Η σημασία των παραπάνω είναι καθοριστική, όπως θα φανεί και στη συνέχεια, ως προς τα πρόσωπα που θα κληθούν να αποκτήσουν τις μετοχές της μειοψηφίας, δηλαδή θα είναι εναγόμενοι και θα καταδικασθούν στην εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας.

II. Ποσοστό 95% επί του μετοχικού κεφαλαίου

Καθώς κριτήριο για την άσκηση του δικαιώματος της μειοψηφίας σύμφωνα με το άρθρο 49β είναι η απόκτηση του 95% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας από έναν μέτοχο θα πρέπει να καθοριστεί η έννοια του κεφαλαίου και ποιές μετοχές εμπίπτουν στον υπολογισμό, προκειμένου να προκύψει το παραπάνω ποσοστό.

Σύμφωνα με το άρθρο 16 παρ. 8 Κ.Ν. 2190/1920, η κατοχή από την εταιρεία ιδίων μετοχών είτε άμεσα από την ίδια είτε μέσω προσώπου που ενεργεί στο όνομα του αλλά για λογαριασμό της, επιφέρει την αναστολή των δικαιωμάτων που απορρέουν από τις μετοχές αυτές (παράστασης στη γενική συνέλευση και ψήφου), με αποτέλεσμα κατά τον έλεγχο υπάρξεως του απαραίτητου ποσοστού οι μετοχές αυτές να μην υπολογίζονται για την εκτίμηση του ποσοστού μετοχών που κατέχει ο πλειοψηφών μέτοχος στην εταιρεία.

¹⁹⁰ Με το παρακάτω παράδειγμα καταδεικνύεται ότι η αυστηρά γραμματική ερμηνεία της διάταξης μπορεί να οδηγήσει σε ανεπιεικείς λύσεις. Σε μια ανώνυμη εταιρεία X η εταιρεία A δεν έχει καμία μετοχή, ενώ ο μέτοχος Γ έχει το 4% των μετοχών. Το υπόλοιπο 96% του μετοχικού κεφαλαίου ανήκει σε τρεις εταιρείες, την B1, την B2 και την B3. Ωστόσο, σε κάθε μια από τις εταιρείες B1, B2 και B3 η εταιρεία A έχει τον έλεγχο κατά την έννοια του άρθρου 32 παρ. 2 Ν 3408/208 και αυτές αποτελούν συνδεδεμένες προς αυτήν επιχειρήσεις (θυγατρικές). Η κάθε μια εταιρεία B1, B2 ή B3 δεν μπορεί να θεωρηθούν πλειοψηφούντες μέτοχοι, προκειμένου να στραφεί προς αυτές ο μέτοχος Γ και να ζητήσει την εξαγορά των μετοχών του. Αντιθέτως, η εταιρεία A ασκεί τον πλήρη έλεγχο της εταιρείας X μέσω των συνδεδεμένων επιχειρήσεών της χωρίς να έχει την κυριότητα σε καμία, μετοχή επί της εταιρείας X. Η εταιρεία A με αυτό το είδος του ελέγχου μπορεί να έχει καταστήσει μη ανεκτή τη διατήρηση της μετοχικής σχέσης για τον Γ που αποτελεί τη μειοψηφία. Πρέπει εκ πρώτης όψης η εταιρεία A και οι θυγατρικές της για λόγους προστασίας του μετόχου Γ αλλά και για λόγους ίσης αντιμετώπισης του Γ με άλλες περιπτώσεις (π.χ. για λόγους ίσης μεταχείρισης του στην περίπτωση όπου τα ποσοστά των συνδεδεμένων εταιρειών τα κατείχε άμεσα η μητρική εταιρεία.) να κληθούν να εξαγοράσουν τις μετοχές του και να παρασχεθούν στο Γ τα δικαιώματα εκ του άρθρου 49β Κ.Ν. 2190/1920.

Αντίστοιχα στη Γερμανία όπου η διατύπωση της διάταξης (όμως για την υποχρεωτική εξαγορά) είναι ίδια με το άρθρο 49β, δηλαδή γίνεται αναφορά σε «απόκτηση» (Στο άρθρο 327a II αναφέρεται "Aktien der Gesellschaft in Höhe von 95% des Grundkapitals gehören".) κρίθηκε, με τεολογική ερμηνεία της διάταξης, ότι αρκεί ο έμμεσος έλεγχος των μετοχών μέσω συνδεδεμένων επιχειρήσεων, ακόμα και αν το πρόσωπο που ελέγχει τις συνδεδεμένες επιχειρήσεις δεν κατέχει ούτε μία μετοχή επί της ΑΕ.

¹⁹¹ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 169.

Έτσι κατά τον υπολογισμό του ποσοστού 95% επί του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας αφαιρούνται οι μετοχές που κατέχει η εταιρεία ή ίδια ή μέσω άλλων για λογαριασμό της¹⁹² και το εναπομείναν μετοχικό κεφάλαιο, τίθεται ως βάση υπολογισμού για το αν μπορεί η μειοψηφία να ασκήσει το δικαίωμα αποχώρησης της από την εταιρεία.

Περαιτέρω, ερμηνευτικές δυσχέρειες προκαλεί η διατύπωση του άρθρου 49β όπου γίνεται αναφορά στην απόκτηση του απαραίτητου ποσοστού επί του μετοχικού κεφαλαίου, χωρίς όμως να γίνεται λόγος στο είδος των μετοχών π.χ. ανώνυμες και ονομαστικές, προκειμένου να κληθεί ο πλειοψηφών μέτοχος στην εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας.

Η άποψη που υποστηρίζεται στην ελληνική βιβλιογραφία ως ορθότερη, υποστηρίζει ότι ο πλειοψηφών μέτοχος θα κληθεί να εξαγοράσει τις μετοχές της μειοψηφίας, αν κατέχει τουλάχιστον 95% επί του μετοχικού κεφαλαίου, ανεξαρτήτως του είδους των μετοχών τις οποίες κατέχει ο ίδιος¹⁹³, αρκεί η ονομαστική αξία των μετοχών που κατέχει (ανεξαρτήτως του είδους των μετοχών) να φτάνει τουλάχιστον στο 95% της ονομαστικής αξίας του συνόλου των μετοχών της ΑΕ¹⁹⁴. Η ερμηνεία αυτή συνάδει όχι μόνο με το γράμμα του άρθρου 49β αλλά και με το πνεύμα της διάταξης που είναι η προστασία της μειοψηφίας¹⁹⁵.

III. Χρόνος απόκτησης των μετοχών

Σύμφωνα με το αρ. 49β η γένεση του δικαιώματος εξαγοράς υπέρ της μειοψηφίας προϋποθέτει, ότι ένας μέτοχος απέκτησε μετά την ίδρυση της εταιρίας και διατηρεί τουλάχιστον το 95% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας. Προκύπτει λοιπόν από τη διατύπωση αυτή πως το άρθρο 49β δεν εφαρμόζεται στην περίπτωση που μέτοχος κατέχει το 95% του μετοχικού κεφαλαίου ήδη από την ίδρυση της εταιρείας. Και τούτου διότι, ο πλειοψηφών μέτοχος προσδιόρισε από τη σύσταση της εταιρείας την κατοχή ενός τέτοιου ποσοστού, αποβλέποντας στη συνέχιση αυτής της μετοχικής σχέσης, η μειοψηφία το αποδέχθηκε και η εταιρεία συστήθηκε με αυτή τη μετοχική σχέση και μετοχική αναλογία.

¹⁹² Αλεξανδροπούλου, «Squeeze-out» και νομικά ζητήματα που ανακύπτουν από την εφαρμογή του, σελ. 405.

¹⁹³ Έτσι και Κουλορίδας Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 569.

¹⁹⁴ Κατά την αντίθετη εκδοχή ο πλειοψηφών μέτοχος πρέπει να κατέχει συνολικά τουλάχιστον το 95% επί του μετοχικού κεφαλαίου στο συγκεκριμένο όμως είδος μετοχών, αν π.χ. ο πλειοψηφών μέτοχος κατέχει το 99% των ανωνύμων μετοχών, μόνο οι μέτοχοι των ανωνύμων μετοχών έχουν τη δυνατότητα εφαρμογής του άρθρου 49β.

¹⁹⁵ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 172.

Στην περίπτωση αυτή δεν θεμελιώνεται το δικαίωμα της μειοψηφίας για έξοδο από την εταιρεία, καθώς η συμμετοχή της σε μια εταιρεία με τη συγκεκριμένη ισορροπία δυνάμεων ήταν δική της επιλογή¹⁹⁶.

Ωστόσο, εάν κατά την ίδρυση της εταιρείας ο μέτοχος κατείχε τουλάχιστον το 95% του μετοχικού κεφαλαίου, αργότερα το απωλέσει σε κάποιο αριθμό μετοχών και έπειτα το επανέκτησε στο απαραίτητο ποσοστό του άρθρου 49β, τότε η μειοψηφία αποκτά το δικαίωμα αποχώρησης και μεταβίβασης των μετοχών της στον πλειοψηφούντα μέτοχο¹⁹⁷.

Επομένως, σημασία έχει το χρονικό σημείο της απόκτησης του απαραίτητου ποσοστού επί του μετοχικού κεφαλαίου από τον πλειοψηφούντα μέτοχο¹⁹⁸, καθώς στο ίδιο χρονικό σημείο τοποθετείται και η γέννηση του δικαιώματος της μειοψηφίας εκ του άρθρου 49β.

IV. Διάρκεια κατοχής μετοχών

Η γέννηση του δικαιώματος της μειοψηφίας να ασκήσει το δικαίωμά της εκ του άρθρου 49β δεν απαιτεί κάποια διάρκεια και συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, μέσα στο οποίο ο πλειοψηφών μέτοχος πρέπει να έχει αποκτήσει τουλάχιστον 95% του μετοχικού κεφαλαίου. Από την πρώτη στιγμή απόκτησης του απαραίτητου ποσοστού από τον πλειοψηφούντα μέτοχο θα μπορεί η μειοψηφία της εταιρείας να ζητήσει την εξαγορά των μετοχών της.

Ωστόσο, διαφορετικό είναι το ζήτημα σχετικά με τη διατήρηση του δικαιώματος της μειοψηφίας να ζητήσει την εξαγορά των μετοχών της. Ιδίως όταν μετά από τη γέννηση του δικαιώματος της μειοψηφίας, άσκησης της σχετικής αγωγής και μέχρι την έκδοση της απαραίτητης δικαστικής απόφασης ο πλειοψηφών μέτοχος απωλέσει το απαραίτητο ποσοστό επί του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Η ανάγκη για απάντηση στο ερώτημα

¹⁹⁶ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 775.

¹⁹⁷ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 173.

¹⁹⁸ Το χρονικό αυτό σημείο (απόκτησης) εξαρτάται από το είδος των μετοχών : επί ανωνύμων μετοχών τοποθετείται από την παράδοσή τους στον πλειοψηφούντα μέτοχο (σύμφωνα με το άρθρο 8β παρ. 5 και 1034 ΑΚ) ενώ επί ονομαστικών μετοχών, κατά μια άποψη από την παράδοσή τους στον πλειοψηφούντα μέτοχο ή κατά μια άλλη άποψη από την έγγραφη στο ειδικό βιβλίο σύμφωνα με το άρθρο 8β παρ. 6, Βλ. Βερβесό, σε ΔικΑΕ άρθρο 8β αρ. 20 επ. για τις δύο απόψεις ενώ ο ίδιος κλίνει υπέρ της πρώτης σελ. Σημασία έχει και ο τρόπος επίτευξης του ποσοστού π.χ. στην περίπτωση της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου το παραπάνω χρονικό σημείο τοποθετείται στην ολοκλήρωση της αύξησης δηλαδή στην τήρηση των διατυπώσεων δημοσιότητας (άρθρα 7α περ. β' και ε' και 7β παρ. 1 περ. α'), ενώ στην περίπτωση των συνδεδεμένων επιχειρήσεων στο χρονικό σημείο της απόκτησης των μετοχών από τις συνδεδεμένες επιχειρήσει του πλειοψηφούντος μετόχου.

αυτό βασίζεται και στη διατύπωση του άρθρου 49β που αναφέρει, πως ο πλειοψηφών μέτοχος πρέπει όχι μόνο να έχει αποκτήσει αλλά και να διατηρεί το απαραίτητο ποσοστό. Η νομοθετική επιλογή της λέξης «διατηρεί» προτάσσει την ανάγκη της διάρκειας στην κατοχή του ποσοστού αυτού και όχι της στιγμιαίας κατοχής, χωρίς όμως να κάνει λόγο για την απαιτούμενη διάρκεια κατοχής.

Η αυστηρή εφαρμογή του κανόνα περί της διατήρησης του ποσοστού που θα έχει αποκτήσει ο πλειοψηφών μέτοχος μπορεί να οδηγήσει σε ανεπιεικείς καταστάσεις και ενδέχεται να παροτρύνει τον πλειοψηφούντα μέτοχο να εφαρμόζει καταχρηστικές πρακτικές. Ο πλειοψηφών μέτοχος θα μπορούσε συνεχώς να μεταβιβάζει σε διάφορα πρόσωπα οριστικά ή προσωρινά τμήμα του ποσοστού του και έτσι να εξαλείφεται το νομικό θεμέλιο εφαρμογής του άρθρου 49β, που είναι η απόκτηση του ποσοστού τουλάχιστον κατά 95% στο μετοχικό κεφάλαιο. Παράλληλα η μειοψηφία θα αναγκαζόταν συνεχώς να βρίσκεται σε αναζήτηση του εκάστοτε πλειοψηφούντος μετόχου. Ενώ η δίκη θα έπανε κάθε φορά που ο υποτιθέμενος πλειοψηφών μέτοχος δεν κατείχε συνεχώς το απαραίτητο ποσοστό.

Προκειμένου να αποτραπεί η ως άνω κατάσταση προτείνεται η κάμψη του ως άνω κανόνα και η διατήρηση να έχει την έννοια, ότι το κρίσιμο ποσοστό του 95% και πλέον του μετοχικού κεφαλαίου θα πρέπει να υφίσταται κατά το χρόνο έγερσης της αγωγής¹⁹⁹ χωρίς να απαιτείται να εξακολουθεί να υφίσταται και κατά το χρόνο συζήτησης της αγωγής²⁰⁰.

Ως εκ τούτου η μειοψηφία εάν ενδιαφέρεται να ασκήσει το δικαίωμα εξαγοράς και αποχώρησης της από την εταιρεία θα πρέπει να αποφασίσει και να δράσει άμεσα, καθόσον σε αντίθετη περίπτωση θα διατρέχει τον κίνδυνο κάποιας μεταβίβασης μετοχών εκ μέρους της πλειοψηφίας, που θα συρρικνώσει το ποσοστό της τελευταίας κάτω του 95%. Σε μια τέτοια περίπτωση εάν η μειοψηφία δεν έχει ενδιαφερθεί να ασκήσει τη σχετική αγωγή, δεν θα μπορεί να το πράξει αργότερα, έστω κι αν δεν έχει παρέλθει η πενταετία από την απόκτηση του κρίσιμου ποσοστού του 95%. Έτσι η πλειοψηφία μπορεί να εξασφαλίσει, ότι με τη μεταβίβαση των μετοχών της ή μέρους αυτών, έστω και ενός

¹⁹⁹ Η κρατούσα άποψη Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 775, Αντωνόπουλος, Δίκαιο Α.Ε. και Ε.Π.Ε., γ' έκδ., 2009, σελ. 297, Βενιέρης, Η εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 174, Κουλορίδας, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 569 επ..

²⁰⁰ Αντίθετος ο Μούζουλας, ο οποίος υποστηρίζει ότι, η μείωση του ποσοστού του 95%, μέχρι τη τελευταία στάση της δίκης και μέχρι την τελεσιδικία της σχετικής απόφασης, σύμφωνα με τα άρθρα 269 και 527 ΚΠολΔ, έχει ως αποτέλεσμα ότι παύει να ισχύει μια προϋπόθεση για τη στοιχειοθέτηση του δικαιώματος εξαγοράς. Ν. 3604/2007 για την αναμόρφωση και τροποποίηση του κ.ν. 2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών. 2008, σελ. 592.

μικρού ποσοστού κάτω του κρίσιμου 95%, χωρίς να έχει προηγουμένως ασκηθεί αγωγή εξαγοράς από τη μειοψηφία, δεν είναι εκτεθειμένη πλέον στον κίνδυνο μιας τέτοιας αγωγής²⁰¹.

Εξάλλου εάν απαιτείτο να διατηρείται το ποσοστό του 95% και κατά το χρόνο συζήτησης της αγωγής, θα αίρετο κατ' αποτέλεσμα η προσφερόμενη στη μειοψηφία προστασία καθώς η διατήρηση του ποσοστού του 95% κατά το χρόνο συζήτησης της αγωγής θα συνιστούσε μια προϋπόθεση, η εκπλήρωση της οποίας θα εξαρτάτο αποκλειστικά και μόνο από τη βούληση της εναγόμενης πλειοψηφίας, δηλαδή στην ουσία το δικαίωμα της μειοψηφίας θα μετατρέπεται σε δυνατότητα της πλειοψηφίας²⁰², πράγμα που σαφώς δεν θα μπορούσε να είναι η βούληση του νομοθέτη²⁰³.

Η ερμηνεία αυτή του άρθρου 49β, ότι δηλαδή, δεν απαιτείται η κατοχή του κρίσιμου ποσοστού του 95% κατά τη συζήτηση της αγωγής, δεν δημιουργεί κανένα κίνδυνο για την εναγόμενη πλειοψηφία: η τελευταία γνωρίζει εκ των προτέρων, ότι από την στιγμή που θα υπερβεί το ποσοστό του 95% είναι πλέον εκτεθειμένη στον κίνδυνο της σχετικής αγωγής χωρίς να μπορεί να απαλλαγεί από την υποχρέωση της αυτή εάν ασκηθεί η σχετική αγωγή, όταν συντρέχει η σχετική προϋπόθεση²⁰⁴.

Αλλά και ο μέτοχος της μειοψηφίας γνωρίζοντας ότι με την υπέρβαση του ορίου 95% έχει παγιώσει το δικαίωμά του, μπορεί να επιλέξει να διατηρήσει τη συμμετοχή του στην εταιρία, και, εφόσον φυσικά δεν ασκήσει ο πλειοψηφών μέτοχος το αντίστοιχο δικαίωμα του (49γ) ή μειώσει το ποσοστό του κάτω από το 95%, να ζητήσει την έξοδο του, περιμένοντας την καταλληλότερη για αυτόν στιγμή εξόδου²⁰⁵.

Εν όψει των ανωτέρω κρίσιμος χρόνος για την ύπαρξη του ποσοστού 95%, που ενεργοποιεί το δικαίωμα εξαγοράς εκ μέρους της μειοψηφίας σύμφωνα με το αρ. 49β, είναι εκείνος της έγερσης της αγωγής και μόνο και όχι εκείνος της συζήτησης της αγωγής²⁰⁶.

²⁰¹ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 790.

²⁰² Ιδιαίτερης προσοχής χρήζει η αντίστροφη ρύθμιση του αρ. 49γ 2190/1920, όπου γίνεται λόγος γίνεται λόγος για «διατήρηση» του ποσοστού του 95% από τον πλειοψηφούντα μέτοχο. Επισημαίνεται, όμως, ότι εδώ αιτών και επιδιώκων την εξαγορά είναι ο μέτοχος της πλειοψηφίας, που διαθέτει το ποσοστό του 95% και από τον οποίο και μόνο εξαρτάται η διατήρηση του ποσοστού αυτού.

²⁰³ Όπου ο νομοθέτης επιθυμεί για την άσκηση κάποιου δικαιώματος μειοψηφίας να διατηρείται κάποιο κρίσιμο μετοχικό ποσοστό και κατά το χρόνο συζήτησης της αγωγής, αυτό το αναφέρει ρητά στο νόμο, βλ. αρ. 35α παρ. 8 κ.ν. 2190/1920.

²⁰⁴ Αντίστοιχα η μειοψηφία του άρθρου 49γ γνωρίζει, ότι εάν συγκεντρωθεί πλειοψηφία τουλάχιστον 95% η τελευταία μπορεί να ασκήσει δικαίωμα εξαγοράς της μειοψηφίας χωρίς αυτή να μπορεί να αντιδράσει.

²⁰⁵ Κουλορίδας, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 570.

²⁰⁶ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 791.

Ωστόσο δεν αποκλείεται σε κάποιο από τα διαδικαστικά στάδια της δίκης ο πλειοψηφών μέτοχος να μεταβιβάσει τμήμα των μετοχών του στην εταιρεία, προκειμένου να μειώσει τη συμμετοχή του κάτω από το ποσοστό του 95% του μετοχικού κεφαλαίου. Όπως παραπάνω αναφέρθηκε, οι μετοχές που κατέχει η εταιρεία δεν υπολογίζονται για την εκτίμηση του ποσοστού μετοχών που κατέχει ο πλειοψηφών μέτοχος στην εταιρεία. Ο πλειοψηφών μέτοχος που έχει μεταβιβάσει τμήμα των μετοχών του στην εταιρεία δεν αποτρέπει την άσκηση του δικαιώματος της μειοψηφίας σύμφωνα με το άρθρο 49β.

Περαιτέρω μπορεί μετά την άσκηση της αγωγής και μέχρι τη συζήτησή της ο πλειοψηφών μέτοχος να μεταβιβάσει τμήμα των μετοχών του σε τρίτο πρόσωπο, είτε μετά την έκδοση της απόφασης σε πρώτο βαθμό να μεταβιβάσει τμήμα των μετοχών του σε τρίτο πρόσωπο και με το επιχείρημα πως προκύπτει όψιμο γεγονός να εφεσιβάλλει την απόφαση και προβάλλει τον ισχυρισμό, πως δεν συντρέχουν οι προϋποθέσεις του άρθρου 49β. Στην περίπτωση αυτή η λύση δίδεται από τις διατάξεις του ΚΠολΔ και ειδικότερα από το άρθρο 325 ΚΠολΔ σύμφωνα με το οποίο το δεδικασμένο μιας απόφασης πολιτικού δικαστηρίου εκτείνεται και στους διαδίκους και στους διαδόχους τους όσο διαρκούσε η δίκη²⁰⁷.

Από τα παραπάνω συνάγεται ότι, αν εγερθεί η κατ' άρθρο 49β αγωγή κατά του πλειοψηφούντος μετόχου και στη συνέχεια αυτός μειώσει το ποσοστό του μεταβιβάζοντας το σε τρίτο πρόσωπο, το δεδικασμένο εκτείνεται τόσο σε αυτόν, κατά το ποσοστό που διατηρεί ως μέτοχος, όσο και κατά του τρίτου που απέκτησε τμήμα των μετοχών του πλειοψηφούντος μετόχου. Αν μεταβιβασθεί το σύνολο των μετοχών του σε τρίτο πρόσωπο, τότε σύμφωνα με το άρθρο 235 ΚΠολΔ το τρίτο πρόσωπο δεσμεύεται ως διάδοχος σαν να ήταν ο ίδιος πλειοψηφών μέτοχος²⁰⁸.

Έτσι εξασφαλίζεται η προστασία της μειοψηφίας και δεν αλλοιώνεται η εκκρεμοδικία της δίκης ή το δεδικασμένο, αν συντρέξουν μετοχικές αλλαγές, μετά την έγερση της αγωγής από το μέτοχο της μειοψηφίας.

²⁰⁷ Το άρθρο αυτό συμπληρώνει το άρθρο 225 ΚΠολΔ περί της μεταβίβασης του επίδικου αντικειμένου, Νίκος, Πολιτική Δικονομία, II, παρ. 97 αρ. 7. Το δεδικασμένο δημιουργείται είτε υπάρχει μεταφορική διαδοχή, είτε υπάρχει δημιουργική διαδοχή. Στην έννοια των διαδόχων περιλαμβάνονται οι ειδικοί, οι καθολικοί διάδοχοι ή οι οιονεί καθολικοί διάδοχοι, που απέκτησαν εν άλω ή εν μέρει το επίδικο δικαίωμα βάσει του νόμου ή βάσει σύμβασης. Επίσης περιλαμβάνονται τόσο οι άμεσοι όσο και οι άνωτεροι διάδοχοι. Η διαδοχή για να δεσμεύει και το διάδοχο πρέπει να συντελείται μετά την εκκρεμοδικία. Μάλιστα δεν ενδιαφέρει η γνώση ή η άγνοια του ειδικού ή καθολικού διαδόχου για την επίδικη διαφορά. Η επέκταση των ορίων του δεδικασμένου σημαίνει και επέκταση των ορίων της εκτελεστότητας της εκδοσθισόμενης απόφασης.

²⁰⁸ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 177.

Z. Διαπίστωση απόκτησης του απαραίτητου ποσοστού

Τέλος, ούτε από το γράμμα ούτε όμως και από το πνεύμα της διάταξης του άρθρου 49β προκύπτει ότι ο πλειοψηφών μέτοχος έχει οποιαδήποτε υποχρέωση ενημέρωσης της μειοψηφίας, ότι κατέχει ποσοστό 95% και άνω του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ή και οποιοδήποτε άλλο ποσοστό. Ούτε, όμως, και οι μέτοχοι της μειοψηφίας μπορούν να αξιώσουν την γνωστοποίηση σε αυτούς της απόκτησης από τον πλειοψηφούντα μέτοχο του ορίου εκείνου μετοχών, που χρειάζεται για να ασκηθεί το δικαίωμα του άρθρου 49β.

Στην περίπτωση δε, της μη εισηγμένης εταιρείας, που θα αποτελεί και τον κανόνα, ο μέτοχος της μειοψηφίας μπορεί να ενημερωθεί για την απόκτηση του απαραίτητου ποσοστού από το ειδικό βιβλίο της εταιρείας σύμφωνα με το άρθρο 8β παρ. 6 στην περίπτωση που η εξαγορά του άρθρου 49β αφορά ονομαστικές μετοχές²⁰⁹.

Ενώ στην παρ. 7 του άρθρου 8β²¹⁰ δίνεται αντίστοιχη λύση ως προς τις εισηγμένες εταιρείες και τις μετοχές τους που έχουν εκδοθεί σε άυλη μορφή, η μεταβίβαση των οποίων πραγματοποιείται με σχετική καταχώριση στο μητρώο όπου τηρούνται οι κινητές αξίες, σύμφωνα με τις εκάστοτε ισχύουσες σχετικές διατάξεις²¹¹. Προκειμένου περί ονομαστικών μετοχών, ο εγγεγραμμένος στο μητρώο των κινητών αξιών θεωρείται έναντι της εκδότριας εταιρείας ως μέτοχος.

Για την περίπτωση των ανωνύμων μετοχών²¹², δεν παρέχεται η δυνατότητα στο μέτοχο της μειοψηφίας να πληροφορηθεί άμεσα και με ασφάλεια, ότι ο πλειοψηφών μέτοχος κατέχει το απαραίτητο ποσοστό²¹³. Το πρόβλημα αυτό για τη μειοψηφία

²⁰⁹ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 178. Σύμφωνα με τη διάταξη αυτή η μεταβίβαση των ονομαστικών μετοχών γίνεται με εγγραφή σε ειδικό βιβλίο της εταιρείας, η οποία χρονολογείται και υπογράφεται από τον μεταβιβάζοντα μέτοχο και τον αποκτώντα ή τους πληρεξουσίους αυτών. Με την εγγραφή της μεταβίβασης των ονομαστικών μετοχών στο βιβλίο μετόχων νομιμοποιείται ο αποκτών παθητικά και ενεργητικά, ως μέτοχος απέναντι στην εταιρεία. Βλ. Βερβεσό σε ΔικΑΕ [επ. ύλης Ε. Περάκης], γ' έκδ. 2010, τομ. Ι, άρθρο 8β αρ 9, 10.

²¹⁰ Βλ. Βερβεσό σε ΔικΑΕ [επ. ύλης Ε. Περάκης], γ' έκδ. 2010, τομ. Ι, άρθρο 8β αρ. 17 επ. Η μεταβίβαση άυλων τίτλων.

²¹¹ Βλ. Ν 2396/1996 άρθρα 39 επ.

²¹² Η μεταβίβαση των οποίων γίνεται σύμφωνα με τα άρθρα 1034 επ. ΑΚ με βάση το άρθρο 8β παρ. 5 Κ.Ν. 2190/1920. Μια από τις καινοτόμες που εισάγει ο νέος νόμος για τις ΑΕ, Ν 4548/2018 είναι η κατάργηση/ονομαστικοποίηση των ανωνύμων μετοχών. Συνεπώς το πρόβλημα θα πάψει να υφίσταται με την κατάργηση των ανωνύμων μετοχών.

²¹³ Προκειμένου περί άυλων μετοχών λύση θα μπορούσε να δοθεί με βάση το άρθρο 51 του Ν 2396/1996. Σύμφωνα με αυτό το άρθρο η ΑΕΑΠΟΘ (Ανώνυμη Εταιρεία Αποθετηρίων Τίτλων, η οποία μετεξελίχθηκε σε Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών, ΚΑΑ, βλ. σε Βερβεσό, σε ΔικΑΕ άρθρο 8β αρ. 95) βεβαιώνει στο μέτοχο την ιδιότητά του αυτή, τον αριθμό των μετοχών του ολικά ή κατά τμήματα, ως και τις τυχόν επιβαρύνσεις επ' αυτών. Κάθε βεβαίωση με ΑΕΑΠΟΘ κατά το άρθρο αυτό πρέπει να έχει το αντίστοιχο με τον προορισμό της περιεχόμενο. Στις περιπτώσεις που προβλέπεται από το νόμο κατάθεση των μετοχών για την άσκηση των μετοχικών δικαιωμάτων, η σχετική βεβαίωση της ΑΕΑΠΟΘ ισοδυναμεί προς απόδειξη κατάθεσης των μετοχών, σχετική δε μνεία γίνεται σε κάθε άλλη βεβαίωση. Είναι όμως πρακτικό ζήτημα

ενισχύεται στην περίπτωση που ο πλειοψηφών μέτοχος συμμετέχει στις ΓΣ σκοπίμως χωρίς το σύνολο των μετοχών που ελέγχει άμεσα ή έμμεσα²¹⁴.

Υποστηρίζεται ότι θα έπρεπε να είχε προνοήσει ο νομοθέτης ως προς το ζήτημα αυτό και να είχε εισάγει κάποια λύση, όπως π.χ. την καθιέρωση υποχρέωσης ενημέρωσης της μειοψηφίας από τον πλειοψηφούντα μέτοχο. Μια άλλη λύση που προτείνεται στη βιβλιογραφία, είναι η αντιστροφή του βάρους της απόδειξης, προκειμένου η μειοψηφία να καταθέτει την αγωγή με τεκμήριο της κατοχής του απαραίτητου ποσοστού από τον πλειοψηφούντα μέτοχο. Ο τελευταίος θα είχε πλέον το βάρος να αποδείξει πως στην πραγματικότητα δεν κατέχει το απαραίτητο ποσοστό, που οδηγεί στην εφαρμογή του άρθρου 49β²¹⁵.

Το πρόβλημα αυτό αμβλύνεται κάπως σε εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά εταιρίες λόγω των υποχρεώσεων γνωστοποίησης συναλλαγών²¹⁶. Σύμφωνα με το άρθρο 9 παρ. 4 του Ν 3556/2007 κάθε μέτοχος που κατέχει ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου άνω του δέκα τοις εκατό (10%) των δικαιωμάτων ψήφου, οφείλει να ενημερώνει τον εκδότη σχετικά με το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει, εφόσον το ποσοστό του σημειώσει μεταβολή ίση προς ή μεγαλύτερη του τρία τοις εκατό (3%) του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου, λόγω απόκτησης ή διάθεσης μετοχών με δικαιώματα ψήφου ή λόγω εταιρικών γεγονότων που μεταβάλλουν την κατανομή των δικαιωμάτων ψήφου.

Ωστόσο, η γνώση της υπέρβασης από τον μειοψηφούντα μέτοχο είναι απλά συμπτωματική με δεδομένο ότι η υπέρβαση του ορίου του 95% μπορεί και να μη συμπίπτει με μεταβολή του 3%²¹⁷. Επιπλέον η γνωστοποίηση του άρθρου 9 παρ. 4 του Ν 3556/2007 αφορά μόνο μεταβολές επί δικαιωμάτων ψήφου ενώ το όριο του 95% του άρθρου 49β του Κ.Ν. 2190/1920 αναφέρεται στο σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου. Έτσι, σε περίπτωση που μια εταιρία διαθέτει και προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου,

εφαρμογής του κατά πόσο η αρμόδια αρχή θα δεχθεί να αποδώσει στον ενδιαφερόμενο μέτοχο μειοψηφίας αποδεικτικό των μετοχών του πλειοψηφούντος μετόχου.

²¹⁴ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 178.

²¹⁵ Σύμφωνα με την αντιστροφή του βάρους απόδειξης οι Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 179, Κουλορίδας Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 570.

²¹⁶ Π.χ. τέτοια υποχρέωση ενημέρωσης προκύπτει με βάση το άρθρο 5 του ΠΔ 51/1992. Το ίδιο ισχύει και με βάση το Ν 3556/ 2007 (άρθρα 3 (ιστ), (ββ) και 21), σε συνδυασμό με τη διάταξη του άρθρου 11 της απόφασης 1/434/3.7.2007 (ΦΕΚ/Β-1222/2007) της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και την Εγκύκλιο 33 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ή με βάση το άρθρο 9 ή με βάση το άρθρο 14 του Ν 3556/2007. Άλλη τέτοια περίπτωση είναι αυτή που αφορά στην απόκτηση ιδίων μετοχών από την εταιρεία κατ' εφαρμογή του άρθρου 4 παρ. 4 του υπ' αριθμ. 2273/2003 Κανονισμού της ΕΚ, σε συνδυασμό με το άρθρο 16 παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/1920. Βλ. για το ζήτημα αυτό σε Κουλορίδας Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 570.

²¹⁷ Παρόλα αυτά, στις περισσότερες περιπτώσεις είναι δυνατή η διαπίστωση της υπέρβασης με βάση δημόσιες πληροφορίες, λόγω της υποχρέωσης γνωστοποίησης συναλλαγών διευθυντικών στελεχών, όπως επιβάλλεται από το άρθρο 13 του Ν 3340/2004.

ενδεχόμενα η υπέρβαση του 95% του μετοχικού κεφαλαίου να μην μπορεί να διαπιστωθεί μέσω των ανακοινώσεων των μεταβολών σημαντικών συμμετοχών βάσει του Ν 3556/2007²¹⁸.

Η. Καταχρηστική παρεμπόδιση άσκησης δικαιώματος μειοψηφίας

Ενδέχεται ο πλειοψηφών μέτοχος με τη συμπεριφορά του να επιδιώξει την καταχρηστική παρεμπόδιση της άσκησης του δικαιώματος της μειοψηφίας να εξέλθει της εταιρείας και να μεταβιβάσει στον τελευταίο τις μετοχές της.

Σε περίπτωση που διαπιστωθεί η καταχρηστική αυτή συμπεριφορά οι μέτοχοι της μειοψηφίας μπορούν να ασκήσουν το δικαίωμά τους με αγωγή και να ζητήσουν την αναγνώριση των πραγματικών προϋποθέσεων που οδηγούν στη θεμελίωση του σχετικού τους δικαιώματος εκ του άρθρου 49β Κ.Ν. 2190/1920. Αν όμως παρέλθει η προθεσμία των πέντε χρόνων, που αναπτύσσεται ως προϋπόθεση παρακάτω, τότε ενδεχομένως μόνο αποζημίωση μπορούν να ζητήσουν οι μέτοχοι της μειοψηφίας και όχι και την άσκηση του δικαιώματος εκ του άρθρου 49β²¹⁹.

Ήδη αναφέρθηκε παραπάνω, ότι καταχρηστικές αυξομειώσεις των ποσοστών του από τον πλειοψηφούντα μέτοχο, ενώ έχει τεθεί σε κίνηση η διαδικασία του άρθρου 49β, δεν οδηγούν στην αποστέρηση του σχετικού δικαιώματος της μειοψηφίας²²⁰. Συνεπώς, δεν μπορεί σε αυτήν την περίπτωση να θεμελιωθεί επιχείρημα καταχρηστικής παρεμπόδισης του δικαιώματος της μειοψηφίας.

Παρακάτω αναφέρουμε δύο ενδεικτικές περιπτώσεις όπου η συμπεριφορά εκ μέρους του πλειοψηφούντα μετόχου μπορεί υπό προϋποθέσεις να εγείρει ζητήματα καταχρηστικότητας, πάντα στο πλαίσιο άσκησης του δικαιώματος που απορρέει από το άρθρο 49β.

α) Μετασχηματισμός εταιρείας

Η μετατροπή της ΑΕ σε ΕΠΕ²²¹, πραγματοποιείται με απόφαση της γενικής συνέλευσης, η οποία λαμβάνεται σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 29 παρ. 3 και 4

²¹⁸ Κουλορίδας Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 571.

²¹⁹ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 179.

²²⁰ Αντωνόπουλος, Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας και Ε.Π.Ε., 2012, σελ. 320.

²²¹ Βλ. άρθρο 66 παρ. 1 Κ.Ν. 2190/1920.

και 31 παρ. 2, δηλαδή με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία, μετά από προηγούμενη εκτίμηση του ενεργητικού και παθητικού με, σύμφωνα με το άρθρο 9. Συνεπώς ο πλειοψηφών μέτοχος που διαθέτει την απαραίτητη πλειοψηφία μπορεί να μετατρέψει την ΑΕ σε ΕΠΕ, προκειμένου να αποτρέψει την άσκηση των δικαιωμάτων της μειοψηφίας, σύμφωνα με το άρθρο 49β, αναγκάζοντας την να στραφεί στη διαδικασία των άρθρων του Ν 3190/1955.

Υποστηρίζεται²²² ότι σε μια τέτοια περίπτωση, πρέπει να γίνει δεκτή η ακύρωση της απόφασης που αποτρέπει την άσκηση του δικαιώματος της μειοψηφίας, όταν αυτό γίνεται σε αντίθεση με όσα ορίζει το άρθρο 281 ΑΚ. Ο μέτοχος της μειοψηφίας, υπό την προϋπόθεση ότι κατέχει 2% του μετοχικού κεφαλαίου, έχει τη δυνατότητα να επιδιώξει την ακύρωση της απόφασης περί μετατροπής (πριν την ολοκλήρωση της), σύμφωνα με το άρθρο 35α παρ. 2 περ. β', το οποίο ορίζει πως ακυρώσιμη είναι και η απόφαση που λήφθηκε κατά κατάχρηση της εξουσίας της πλειοψηφίας, υπό τους όρους του άρθρου 281 του ΑΚ²²³.

Στην περίπτωση, δε, της μετατροπής της ΑΕ σε ΟΕ ή ΕΕ, δεδομένου ότι απαιτείται να ληφθεί ομόφωνη σχετική απόφαση όλων των μετόχων²²⁴, η μετατροπή δεν μπορεί να κριθεί ως καταχρηστική παρεμπόδιση της άσκησης του δικαιώματος της μειοψηφίας εκ του άρθρου 49β²²⁵ καθώς βασίζεται στην ομόφωνη απόφαση των εταίρων, συνεπώς στη συναίνεση και της μειοψηφίας²²⁶. Εξάλλου ο εταίρος της εταιρείας με τη μορφή της ΟΕ ή ΕΕ μπορεί να στραφεί στις διατάξεις που διέπουν αυτές τις εταιρείες σε περίπτωση που θελήσει να εξέλθει της εταιρείας²²⁷.

β) Απόκρυψη κατοχής ποσοστού 95% επί του μετοχικού κεφαλαίου

Όσον αφορά την απόκρυψη από τον πλειοψηφούντα μέτοχο της κατοχής ποσοστού 95% επί του μετοχικού κεφαλαίου αυτή δεν μπορεί να θωρηθεί καταχρηστική καθώς από το άρθρο 49β δεν προκύπτει υποχρέωση του να παράσχει πληροφορίες

²²² Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 179.

²²³ Ο μέτοχος της μειοψηφίας έχει τη δυνατότητα να κινηθεί κατά αυτής της μετατροπής πριν ολοκλήρωση των διατυπώσεων δημοσιότητας (Βλ. 8 παρ. 1 και 2 Ν 3190/1955 και 7β παρ. Κ.Ν. 2190/1920) και την συνακόλουθη επέλευση των αποτελεσμάτων της. Βλ. για τη μετατροπή Ρόκα, ό.π. Εμπορικές Εταιρείες, σελ. 467.

²²⁴ Βλ. για τη μετατροπή Ρόκα, Εμπορικές Εταιρείες, 2012, σελ. 468.

²²⁵ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 180.

²²⁶ Βλ. άρθρο 66α Κ.Ν. 2190/1920.

²²⁷ Βλ. 261 Ν 4072/2012.

σχετικά με την κατοχή από αυτόν μετοχών σε τέτοιο ποσοστό που να θεμελιώνεται το δικαίωμα της μειοψηφίας να εξέλθει της εταιρείας.

Θ. Αποσβεστική προθεσμία άσκησης αγωγής

Η διάταξη του άρθρου 49β προβλέπει πενταετή προθεσμία άσκησης του δικαιώματος της μειοψηφίας για αποχώρηση και μεταβίβαση των μετοχών της στον πλειοψηφούντα μέτοχο. Η προθεσμία αρχίζει να προσμετράται από την ολοκλήρωση της απόκτησης του απαραίτητου ποσοστού επί του μετοχικού κεφαλαίου από τον πλειοψηφούντα μέτοχο. Συνεπώς το δικαίωμα εξαγοράς πρέπει να ασκηθεί εντός της πενταετούς αποσβεστικής προθεσμίας από τότε που ο μέτοχος απέκτησε το απαιτούμενο ποσοστό επί του μετοχικού κεφαλαίου²²⁸.

Η ως άνω προθεσμία είναι νόμιμη και αποκλειστική προθεσμία, στην οποία η χρονική οριοθέτηση αφορά στην ύπαρξη του δικαιώματος²²⁹. Η απώλεια του χρονικού ορίου εκ της προθεσμίας οδηγεί σε απόσβεση και οριστική απώλεια του δικαιώματος εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας. Η προθεσμία αυτή είναι δημοσίας τάξης και δεν επιτρέπεται η μείωση ή η επιμήκυνσή της με συμφωνία των μετόχων²³⁰.

²²⁸ Για εταιρείες εισηγμένες η πενταετής προθεσμία θα πρέπει να συνδυασθεί με την τρίμηνη προθεσμία που προβλέπει το άρθρο 28 Ν. 3461/2006 περί δημόσιας πρότασης. Βλ. σελ 25.

²²⁹ Η προθεσμία αυτή εξετάζεται αυτεπαγγέλτως από το δικαστήριο σύμφωνα με το άρθρο 280 ΑΚ. Αποτέλεσμα αυτού είναι πως η μη επίκληση της παρέλευσής της δεν εμποδίζει στο δικαστήριο την άρνηση του δικαιώματος αποχώρησης στους μετόχους της μειοψηφίας

²³⁰ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 181.

ΜΕΡΟΣ ΤΡΙΤΟ

Α. Διαδικασία και συνέπειες άσκησης του δικαιώματος εξαγοράς

Ι. Διαδικασία άσκησης δικαιώματος - Αναλογική εφαρμογή της παρ. 4 του άρθρου 49^α

Το δικαίωμα αποχώρησης από την εταιρεία και εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας από τον πλειοψηφούντα μέτοχο ασκείται σύμφωνα με το άρθρο 49α παρ. 4 Κ.Ν. 2190/1920 με το ένδικο βοήθημα της αγωγής²³¹ εντός πέντε ετών από τότε που από τότε που ο πλειοψηφών μέτοχος απέκτησε το 95% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Αυτονόητο είναι ότι η άσκηση της αγωγής και η τήρηση της διαδικασίας που προβλέπει ο νόμος δεν χρειάζονται αν τα μέρη (μέτοχος μειοψηφίας και πλειοψηφίας) συμφωνήσουν την εξαγορά των μετοχών με βάση τη συμβατική τους ελευθερία. Μια όχληση-κοινοποίηση της βούλησης του μετόχου μειοψηφίας προς τον μέτοχο πλειοψηφίας και η αποδοχή της από τον τελευταίο αρκεί.

Η αγωγή και η εν γένει δικαστική συνδρομή επιβάλλονται εκ του νόμου ώστε να διασφαλιστεί η δίκαιη και αντικειμενική διαπίστωση συνδρομής των λόγων που θεμελιώνουν το δικαίωμα του μετόχου της μειοψηφίας να ζητήσει την εξαγορά των μετοχών του και την αποχώρηση του από την εταιρεία. Η όποια διαφωνία των μετόχων είτε ως προς τη συνδρομή των προϋποθέσεων του άρθρου 49β είτε ως προς την αντικειμενική εκτίμηση της αξίας των μετοχών και της δίκαιης αποζημίωσης-ανταλλάγματος του μετόχου που αποχωρεί, επιλύεται οριστικά με την έκδοση δικαστικής απόφασης, με τα εχέγγυα της συγκεκριμένης διαδικασίας. Παράλληλα, η έγερση της αγωγής παρέχει το δικαίωμα δικαστικής συνδρομής στην αντικειμενική εκτίμηση της αξίας των μετοχών και της δίκαιης αποζημίωσης του μετόχου που αποχωρεί²³². Αν ο μέτοχος αναγκαζόταν να στραφεί στα εταιρικά όργανα, θα έπρεπε να διαπραγματευτεί

²³¹ Το ίδιο ισχύει και σε άλλα νομικά συστήματα, που επιλέγουν την άσκηση της αγωγής ως μέσο εκκίνησης της διαδικασίας εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας. Πρβλ. σε Ηνωμένο Βασίλειο Dine, σε Perakis Evangelhos : Rights of Minority Shareholders, XVIth Congress, of the International Academy of Comparative Law, 2002 σελ. 769, Αυστραλία, Fletcher, σε Perakis ό.π. σελ. 142, σε Βέλγιο Wymeersch/Jakhian/Caeymaex, σε Perakis ό.π. σελ. 211 επ., σε Ολλανδία Timmerman/Doorman, Netherlands, σε Perakis ό.π. σελ. 592, σε Ελβετία Forum Europaeum Konzernrecht, ZGR 1998 σελ. 736 υποσημ. 298 με παραπομπές σε βιβλιογραφία.

²³² Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 103.

ουσιαστικά με την πλειοψηφία²³³. Η θέση του τότε, δεν θα ήταν ισότιμη, ούτε και η αντιμετώπισή του θα ήταν αμερόληπτη και αντικειμενική. Η άσκηση του δικαιώματος του μετόχου μέσω της δικαστικής οδού δεν γίνεται αντικείμενο διαπραγματεύσεων και συμβιβασμού, αλλά αποτελεί δικαίωμα που αξιολογείται δικαστικά τόσο ως προς το αν έχει γεννηθεί όσο και ως προς τις συνέπειες άσκησης του.

i. Καθ' ύλην και κατά τόπο αρμόδιο δικαστήριο

Το καθ' ύλην δικαστήριο είναι το Μονομελές Πρωτοδικείο²³⁴, το οποίο βρίσκεται στην έδρα της εταιρείας. Σε περίπτωση παρέκτασης της αρμοδιότητας με ρήτρα του καταστατικού, η κατά τόπο αρμοδιότητα δεν πρέπει να προβλέπεται κατά τέτοιο τρόπο που να δυσχεραίνει ή να αποτρέπει το μέτοχο της μειοψηφίας από την άσκηση του δικαιώματός του²³⁵. Μια τέτοια καταστατική ρήτρα περιορίζει ένα δικαίωμα της μειοψηφίας, και με αυτόν τον τρόπο, έμμεσα αντίκειται σε διάταξη νόμου που εισάγει δικαίωμα της μειοψηφίας και ουσιαστικά αποδυναμώνει ή ακυρώνει την άσκηση του δικαιώματος της μειοψηφίας για εξαγορά των μετοχών της και ως εκ τούτου είναι άκυρη²³⁶.

ii. Είδος, περιεχόμενο και αίτημα της αγωγής

Στην περίπτωση του άρθρου 49β Κ.Ν. 2190/1920 η αγωγή έχει ως αντικείμενο τη διαπίστωση του δικαιώματος του μετόχου της μειοψηφίας να ζητήσει την εξαγορά των μετοχών του από τον πλειοψηφούντα μέτοχο καθώς και την εκτίμηση της αξίας των μετοχών του. Με την αγωγή του ο μέτοχος πρέπει να ζητά την έκδοση απόφασης που θα αναγνωρίζει το δικαίωμα του να αποχωρήσει από την εταιρεία και να μεταβιβάσει τις μετοχές του και συγχρόνως να ζητά την καταδίκη του πλειοψηφούντος μετόχου στην

²³³Πρβλ. στο γερμανικό σύστημα, άρθρα 327a επ. AktG, όπου για την υποχρεωτική εξαγορά ο πλειοψηφών μέτοχος δεν αναγκάζεται να ασκήσει αγωγή σε δικαστήριο, αλλά οδηγεί σε σύγκληση της ΓΣ. Υπόσημ. 398 σε Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 103.

²³⁴ Σύμφωνα με το άρθρο 49β Κ.Ν. 2190/1920 αρμόδιο ήταν το Πολυμελές Πρωτοδικείο. Στην αγιολογική έκθεση του Ν. 4548/2918 διευκρινίζεται ότι αρμόδιο Δικαστήριο είναι το Μονομελές Πρωτοδικείο της έδρας της εταιρείας, το οποίο στις περιπτώσεις των άρθρων 45 και 46 κρίνει κατά την τακτική διαδικασία.

²³⁵Αν π.χ. η πρόβλεψη εισάγει κατά τόπο αρμοδιότητα, βάσει της οποίας η άσκηση των δικαιωμάτων του μετόχου οδηγεί σε σημαντικότερη οικονομική επιβάρυνση ή σε άλλες δυσκολίες, τέτοιες που αποτρέπουν το μέτοχο από την άσκηση του παραπάνω δικαιώματός του.

²³⁶ Οι διατάξεις που αφορούν τα δικαιώματα της μειοψηφίας είναι αναγκαστικού δικαίου (3 ΑΚ). Δρακόπουλος, σε ΔικΑΕ [επ. ύλης Ε. Περάκης], γ' έκδ. 2010, τομ. II, άρθρο 39 αρ. 25.

εξαγορά των μετοχών του σε συγκεκριμένη τιμή, που αντιστοιχεί στην πραγματική αξία των μετοχών του²³⁷. Επίσης πρέπει ο μέτοχος να περιγράφει στην αγωγή του και τους όρους καταβολής του ανταλλάγματος σε αυτόν αλλά και της μεταβίβασης των μετοχών στον πλειοψηφούντα μέτοχο²³⁸.

Συνεπώς, η αγωγή που θα ασκηθεί είναι αναγνωριστική ως προς το αίτημα του μετόχου της μειοψηφίας να αναγνωριστεί ότι συντρέχουν οι προϋποθέσεις που γεννούν το δικαίωμά του να εξέλθει της εταιρείας καθώς και ως προς το αίτημά του να αναγνωριστεί ότι η μετοχή του έχει συγκεκριμένη πραγματική αξία. Ενώ κατανηφιστική είναι η αγωγή ως προς το αίτημα της ρευστοποίησης της συμμετοχής του, της καταβολής σε εκείνον της αξίας της συμμετοχής του και της ολοκλήρωσης της αποχώρησής του με τη μεταβίβαση των μετοχών του με την καταδίκη του πλειοψηφούντος μετόχου στην εξαγορά των μετοχών. Ο μέτοχος μειοψηφίας δεν μπορεί να ζητά την τμηματική έξοδό του, δηλαδή την εξαγορά μόνο τμήματος των μετοχών του αλλά μόνο την εξαγορά του συνόλου των μετοχών του και την πλήρη αποχώρησή του από την εταιρεία²³⁹. Με την αγωγή του, ο μέτοχος της μειοψηφίας ζητά την καταδίκη του πλειοψηφούντος μετόχου σε δήλωση βούλησης, σύμφωνα με το άρθρο 949 ΚΠολΔ, που θα οδηγεί σε κατάρτιση της δικαιοπραξίας εξαγοράς των μετοχών του²⁴⁰. Ο μέτοχος της μειοψηφίας θα έχει εκτελεστό τίτλο, αφού του εκδοθεί η απόφαση επί της αγωγής, προκειμένου να ικανοποιήσει την απαίτησή του για καταβολή του τιμήματος εξαγοράς με αναγκαστική εκτέλεση κατά της περιουσίας του πλειοψηφούντος μετόχου²⁴¹.

Σε ότι αφορά ειδικά το αίτημα της καταδίκης του πλειοψηφούντος μετόχου σε δήλωση βούλησης, αυτό πρέπει να είναι πλήρες και ακριβές, διαφορετικά θα είναι αόριστο. Ειδικότερα, θα πρέπει ο μέτοχος της μειοψηφίας, ως ενάγων, να εξειδικεύει στο αίτημα της αγωγής τη δήλωση βούλησης στην οποία θα πρέπει να καταδικασθεί ο

²³⁷Μαντενιώτου-Λυρατζοπούλου, Δικαιώματα μειοψηφίας: Ειδικότερα το δικαίωμα εξαγοράς των μετοχών της από την εταιρεία (άρθρο 49α ν. 2190/1920), σε Μ. Θ. Μαρίνος (επιμ.), Η ανώνυμη εταιρία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς, 2011, σελ. 320.

²³⁸Βενιέρης, σε ΔικΑΕ [επ. ύλης Ε. Περράκης], γ' έκδ. 2010, τομ. II, άρθρο 49^α αρ. 23. Για το περιεχόμενο της αγωγής ισχύουν όσα επιβάλλουν οι γενικές διατάξεις των άρθρων 118 επ. και 216 ΚΠολΔ. Αν η αγωγή δεν εμπεριέχει όσα στοιχεία επιβάλλουν οι διατάξεις αυτές, απορρίπτεται αυτεπαγγέλτως από το δικαστήριο. Πρβλ. και ΜΠρΡοδop 3044/2006 ΕΕμπΔ 2008,81 με παρατηρήσεις Βενιέρη για την περίπτωση της εξόδου από την ΕΠΕ.

²³⁹Βλ. 1716/2016 Εφετείο Αθηνών.

²⁴⁰Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 113, Βλ. και Δεληκωστόπουλο, Δικονομικές δυνατότητες μειοψηφούντος μετόχου ΑΕ, ΔΕΕ 2010, σελ. 1292, Το αίτημα της καταδίκης του πλειοψηφούντος μετόχου στην εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας σε συγκεκριμένη τιμή που αντιστοιχεί στην αξία των μετοχών εμπεριέχει «και αίτημα καταδίκης σε δήλωση βουλήσεως». Ο μέτοχος δεν μπορεί να ζητά την προσωρινή εκτελεστότητα της εκδοθείσας απόφασης.

²⁴¹Και των τυχόν άλλων μετόχων οι μετοχές των οποίων συνυπολογίσθηκαν σε αυτές του πλειοψηφούντος.

πλειοψηφών μέτοχος και το συγκεκριμένο περιεχόμενό αυτής. Αυτό πρέπει να γίνεται, προκειμένου να αποκτήσει ο πλειοψηφών μέτοχος συγκεκριμένο αριθμό μετοχών, που έχουν συγκεκριμένα χαρακτηριστικά και συγκεκριμένη αξία²⁴².

iii. Διαδικασία εκδίκασης της αγωγής

Για την εξαγορά σύμφωνα με το άρθρο 49α (και αναλογικά για το 49β) θα εφαρμοσθούν οι διατάξεις του ΚΠολΔ για την τακτική διαδικασία, σύμφωνα με τα άρθρα 233 επ. ΚΠολΔ²⁴³.

Ο ενάγων μέτοχος καλείται να αποδείξει το βάσιμο των αιτημάτων του, δηλαδή, καλείται να προσάγει και να επικαλεστεί με τις προτάσεις του τα αποδεικτικά μέσα που θεμελιώνουν το δικαίωμά του για την εξαγορά των μετοχών του, αλλά αποδεικνύουν και το ύψος του ανταλλάγματος που δικαιούται να λάβει για τη μεταβίβαση των μετοχών του στον πλειοψηφούντα μέτοχο²⁴⁴.

Στη διάταξη επιπλέον ορίζεται πως για τον προσδιορισμό της αξίας του ανταλλάγματος εξαγοράς των μετοχών το δικαστήριο μπορεί να διατάξει πραγματογνωμοσύνη, η οποία διενεργείται από τα πρόσωπα της παραγράφου 3 του άρθρου 17 Ν. 4548/2018 (υπό το προηγούμενο νομικό καθεστώς από την επιτροπή της παρ. 1 ή από τα πρόσωπα της παρ. 4 του άρθρου 9 Κ.Ν. 2190/1920)²⁴⁵. Το δικαστήριο και σε αυτήν περίπτωση, όπως και κατ' άρθρο 270 παρ. 4 ΚΠολΔ, δύναται και δεν

²⁴² Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 114.

²⁴³ Βλ. αιτιολογική έκθεση Ν. 4548/2018 όπου διευκρινίζεται ότι εφαρμοστέα είναι η τακτική διαδικασία για τη διαδικασία των άρθρων 45 και 46 και η διαδικασία της εκουσίας δικαιοδοσίας για τη διαδικασία του άρθρου 47.

²⁴⁴ Ο ενάγων χρειάζεται να καταθέσει και δικαστικό ένσημο, όσον αφορά στο κατανηφιστικό του αίτημα περί καταδίκης του πλειοψηφούντος μετόχου σε εξαγορά των μετοχών του σε συγκεκριμένο τίμημα, Βαθρακοκύλης, ΕρμΚΠολΔ άρθρο 949 αρ. 31, Νικολόπουλος σε Κεραμέα/Κονδύλη/Νίκα, άρθρο 949 αρ. 5 με παραπομπές.

²⁴⁵ Η παράγραφος 4 του άρθρου 45 Ν. 4548/2018 ορίζει ότι «Για τον προσδιορισμό της αξίας, το δικαστήριο μπορεί να διατάξει πραγματογνωμοσύνη, που διενεργείται από τα πρόσωπα της παραγράφου 3 του άρθρου 17.». Τα πρόσωπα αυτά είναι σύμφωνα με το άρθρο 7 παρ. 3 Ν. 4548/2018 «...από δύο ορκωτούς ελεγκτές λογιστές ή ελεγκτική εταιρεία ή, κατά περίπτωση, από δύο ανεξάρτητους πιστοποιημένους εκτιμητές. Επιτρέπεται η πρόσληψη από τους ελεγκτές ή τους πιστοποιημένους εκτιμητές ειδικών εκτιμητών, ημεδαπών ή αλλοδαπών, για την εκτίμηση περιουσιακών στοιχείων που απαιτούν εξειδικευμένες γνώσεις ή διεθνή εμπειρία.». Στο παλαιό άρθρο 9 Κ.Ν. 2190/1920 παρ. 1 τα πρόσωπα αυτά ήταν «...γνωμοδότηση τριμελούς επιτροπής εμπειρογνομόνων που αποτελείται από έναν ή δύο υπαλλήλους του Υπουργείου Ανάπτυξης (Τομέας Εμπορίου) ή της αρμόδιας Νομαρχιακής Αυτοδιοίκησης, πτυχιούχους ανωτάτης σχολής, με τριετή τουλάχιστον υπηρεσία ή από έναν ή δύο ορκωτούς ελεγκτές - λογιστές ή ορκωτούς εκτιμητές, κατά περίπτωση, και από έναν εμπειρογνώμονα, εκπρόσωπο του αρμόδιου Επιμελητηρίου. Τα μέλη της επιτροπής δεν πρέπει να έχουν οποιαδήποτε εξάρτηση από την εταιρεία.», παρ. 4 «...από δύο ορκωτούς ελεγκτές-λογιστές ή, κατά περίπτωση, από δύο εκτιμητές του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών.».

υποχρεούται να διατάξει την διενέργεια πραγματογνωμοσύνης. Η σημαντική διαφορά που εισάγεται με το άρθρου 49α είναι πως η πραγματογνωμοσύνη θα γίνει από τα πρόσωπα που η παράγραφος 3 του άρθρου 17 Ν. 4548/2018 (άρθρο 9 Κ.Ν. 2190/1920) προσδιορίζει και όχι από τα πρόσωπα των άρθρων 368 επ. ΚΠολΔ.

Η έκθεσης πραγματογνωμοσύνης θα έχει ως αντικείμενο τον προσδιορισμό της αξίας των προς εξαγορά μετοχών, κάτι που όπως θα αναφέρουμε στη συνέχεια, προϋποθέτει την προηγούμενη αποτίμηση της αξίας της όλης εταιρικής επιχείρησης²⁴⁶. Την έκθεση πραγματογνωμοσύνης υποβάλλει ο μέτοχος μειοψηφίας με τις προτάσεις του στο δικαστήριο, το οποίο πάντως δεν δεσμεύεται από την έκθεση αυτή ως προς τον καθορισμό του δίκαιου ανταλλάγματος²⁴⁷. Συνεπώς, το δικαστήριο μπορεί να αποφασίσει ως προς το τίμημα εξαγοράς των μετοχών κάτι διαφορετικό από τα αυτά που ορίζει η πραγματογνωμοσύνη, προς όφελος ή και σε βάρος του μετόχου μειοψηφίας. Τέλος, σύμφωνα με το άρθρο 390 ΚΠολΔ, μπορούν οι διάδικοι να προσάγουν και γνωμοδοτήσεις άλλων προσώπων, συνεπώς είναι επιτρεπτές και οι αντίθετες γνωμοδοτήσεις.

iv. Περιεχόμενο απόφασης

Η εκδοθείσα απόφαση θα έχει συγκεκριμένο περιεχόμενο βάσει των αιτημάτων του μετόχου. Όπως παραπάνω αναφέρθηκε η απόφαση θα περιλαμβάνει στο διατακτικό της την αναγνώριση του δικαιώματος του μετόχου της μειοψηφίας για έξοδο από την ΑΕ καθώς και καταδίκη του πλειοψηφούντος μετόχου σε απόκτηση των μετοχών και σε καταβολή του συγκεκριμένου ύψους ανταλλάγματος για τη εξαγορά των ως άνω μετοχών. Περαιτέρω η απόφαση θα αναφέρει τους όρους απόκτησης των μετοχών από τον πλειοψηφούντα μέτοχο και θα περιλαμβάνει στο διατακτικό της τη διαταγή προς τον πλειοψηφούντα μέτοχο να αποκτήσει τις μετοχές καθώς και τη διαταγή προς τον μέτοχο της μειοψηφίας να του τις μεταβιβάσει.

Σύμφωνα με το άρθρο 949 ΚΠολΔ, ο πλειοψηφών μέτοχος θα καταδικασθεί σε δήλωση βούλησης και συγκεκριμένα σε δήλωση βούλησης εξαγοράς (ενοχική,

²⁴⁶ Βλ. Βλ. ΠΠρΑθ 323/2009 όπου η σχετική έκθεση πραγματογνωμοσύνης προσδιόρισε ένα φάσμα τιμών εξαγοράς των μετοχών, ενώ το δικαστήριο δέχθηκε τη μέση τιμή ως πιο ορθή. Σημ. Βενιέρης, ΔΕΕ 2010, σελ. 796.

²⁴⁷ Τέλλης, Εξαγορά των με τοίχων της μειοψηφίας, σελ. 423. Ως προς τη δέσμευση του δικαστηρίου από τη γνωμοδότηση αυτή και ως προς την αποδεικτική δύναμη της γνωμοδότησης ισχύουν όσα αναφέρονται στις διατάξεις των άρθρων 368 επ. ΚΠολΔ περί πραγματογνωμοσύνης. Άλλωστε εν γένει έχει κριθεί πως η εκτίμηση των πραγματογνωμόνων του άρθρου 9 Κ.Ν. 2190/1920 έχει τέτοιο ρόλο που δεν δεσμεύει ούτε και τα διοικητικά δικαστήρια και το ΣτΕ, Τσικουρή σε ΔικΑΕ άρθρο 9 αρ. 61.

εκπονητική δικαιοπραξία) των μετοχών του μετόχου της μειοψηφίας. Η δήλωση βούλησης επέρχεται εκ του νόμου, από την τελεσιδικία της απόφασης, κατά πλάσμα δικαίου, χωρίς να χρειάζεται ο πλειοψηφών μέτοχος να προβεί σε μια τέτοια δήλωση²⁴⁸. Οι έννομες συνέπειες συνεπώς επέρχονται από τη τελεσιδικία της απόφασης που καταδικάζει τον πλειοψηφούντα μέτοχο σε εξαγορά των μετοχών²⁴⁹.

II. Η μη εφαρμογή της παρ. 5 του άρθρου 49α

Το άρθρο 49β παρ. 2 δεν παραπέμπει στη διάταξη του άρθρου 49α παρ. 5 περί της δυνατότητας του μετόχου της μειοψηφίας να ζητήσει τη λύση της εταιρείας, αν ο πλειοψηφών μέτοχος δε συμμορφωθεί προς την εκδοθείσα απόφαση.

Συνεπώς, ο μέτοχος της μειοψηφίας δεν έχει το μέσο πίεσης προς τον πλειοψηφούντα μέτοχο τη δυνατότητα λύσης της εταιρείας, καθώς τέτοια πρόβλεψη δεν υπήρχε λόγος να ενταχθεί στο άρθρο 49β. Ο αποκτών τις μετοχές είναι ο πλειοψηφών μέτοχος και η εταιρεία δεν έχει καμία ανάμειξη στη διαδικασία αυτή, με αποτέλεσμα να μην χρειάζεται η δυνατότητα λύσεώς της, ως μέσο ικανοποίησης των δικαιωμάτων της μειοψηφίας. Ο μέτοχος της μειοψηφίας ως μοναδικό μέσο πίεσης προς τον πλειοψηφούντα μέτοχο έχει την καταδίκη του σε δήλωση βούλησης, σύμφωνα με το άρθρο 949 ΚΠολΔ, κατά τα ανωτέρω²⁵⁰.

B. Η ενάγουσα και εναγόμενη πλευρά

Ο μέτοχος της μειοψηφίας έχει υποχρέωση να αποδείξει κατά την εκδίκαση της αγωγής του, πως νομιμοποιούνται τόσο ο ίδιος ενεργητικά όσο και ο πλειοψηφών μέτοχος παθητικά. Συνεπώς, πρέπει να αποδείξει, ότι ο ίδιος είναι μέτοχος στην εταιρεία και σε ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που δεν υπερβαίνει το 5%, αλλά και αντίστοιχα ότι ο πλειοψηφών μέτοχος έχει μετοχές σε ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου 95% και άνω στην εταιρεία. Προκειμένου για ονομαστικές μετοχές νομιμοποιείται το πρόσωπο που είναι εγγεγραμμένο στο ειδικό βιβλίο της εταιρείας σύμφωνα με το άρθρο 8β παρ. 6 Κ.Ν. 2190/1920. Ενώ στις ανώνυμες μετοχές νομιμοποιείται ο κομιστής των μετοχών. Βέβαια,

²⁴⁸ ΑΠ 76/2004 ΧρΙΔ 2004,431, Βαθρακοκοίλης, ΕρμΚΠολΔ, άρθρο 949 αρ. 46 με παραπομπές. Βλ. με αφορμή την έξοδο από την ΕΠΕ σε Αλεξανδρίδου, Κεφαλαιουχικές Εταιρείες, σελ. 275 για την ανάγκη τελεσιδικίας της απόφασης.

²⁴⁹ Πρβλ. ΑΠ 937/2008, 1620/2007 ΝΟΜΟΣ.

²⁵⁰ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 183.

στην τελευταία αυτή περίπτωση θα είναι πολύ δύσκολη η απόδειξη της παθητικής νομιμοποίησης του πλειοψηφούντος μετόχου²⁵¹.

Ως προς τις άυλες μετοχές λύση θα μπορούσε να δοθεί με βάση το άρθρο 51 του Ν 2396/1996²⁵². Η εφαρμογή του συγκεκριμένου άρθρου θα μπορούσε να οδηγήσει την αρμόδια υπηρεσία να πιστοποιήσει προς το μέτοχο μειοψηφίας ποιες μετοχές κατέχει ο πλειοψηφών μέτοχος²⁵³. Άλλη λύση θα ήταν η γνωστοποίηση του ποσοστού που κατέχει ο πλειοψηφών μέτοχος με βάση τα άρθρα 9 και 14 Ν 3556/ 2007²⁵⁴.

Περαιτέρω προβληματισμός δημιουργείται ως προς το ποια πρόσωπα μπορούν να αποτελέσουν τους εναγόμενους διαδίκους. Το ζήτημα αυτό είναι καθοριστικό για το ορισμένο της αγωγής του μετόχου, την επίδοση της αγωγής στον/στους εναγομένους αλλά κυρίως και για το ποια πρόσωπο θα κληθούν να αποκτήσουν τις μετοχές του μετόχου της μειοψηφίας και να καταβάλλουν το αντάλλαγμα για την απόκτηση αυτή.

Σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 49β παρ. 1 εδ. α' Κ.Ν. 2190/1920 οι μέτοχοι της μειοψηφίας με ποσοστό μικρότερο του 5% του μετοχικού κεφαλαίου μπορούν να ζητήσουν την εξαγορά των μετοχών τους από τον ένα μέτοχο που απέκτησε μετά την ίδρυση της εταιρείας και διατηρεί τουλάχιστον το 95% του μετοχικού κεφαλαίου της. Το πρώτο αυτό εδάφιο δε δημιουργεί κάποιο ερμηνευτικό πρόβλημα, καθώς ένα είναι το πρόσωπο που εμφανίζεται ως πλειοψηφών μέτοχος και αυτός είναι και ο εναγόμενος, σε αυτόν θα επιδοθεί η αγωγή και αυτός τελικά θα κληθεί να αποκτήσει τις μετοχές και να καταβάλλει το αντάλλαγμα για αυτές. Ωστόσο, στο επόμενο εδάφιο β' της διάταξης (παρ. 1 εδ. β' άρθρου 46 Ν 4548/2018), ορίζεται πως στο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχει ο παραπάνω μέτοχος συνυπολογίζονται τα ποσοστά που κατέχουν: α) συνδεδεμένες με αυτόν επιχειρήσεις κατά την έννοια του άρθρου 32 του ν. 4308/2014,

²⁵¹ Μια από τις καινοτόμες που εισάγει ο νέος νόμος για τις ΑΕ, Ν 4548/2018 είναι η κατάργηση/ονομαστικοποίηση των ανώνυμων μετοχών. Βλ. αρ. 184 Ν 4548/2018 «Από τη δημοσίευση του παρόντος νόμου, οι ελληνικές ανώνυμες εταιρείες δεν μπορούν πλέον να εκδίδουν ανώνυμες μετοχές. Ανώνυμες μετοχές που έχουν εκδοθεί από ελληνικές ανώνυμες εταιρείες ονομαστικοποιούνται υποχρεωτικά την 1η Ιανουαρίου 2020». Η διάταξη αφορά μη εισηγμένες εταιρείες. Ως εκ τούτου στο μέλλον δεν θα υφίσταται πλέον η δυσκολία εντοπισμού των μετόχων. Βλ. Περάκη, Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας, Ο νέος Ν 4548/2018 με εισαγωγικές παρατηρήσεις, 2018, σελ. 33-38.

²⁵² Ν 2396/1996 ΦΕΚ Α' 73/1996 Επιχειρήσεις Επενδυτικών υπηρεσιών, επάρκεια κεφαλαίου κλπ.

²⁵³ Σύμφωνα με αυτό το άρθρο η ΑΕΑΠΟΘ (Ανώνυμη Εταιρεία Αποθετηρίων Τίτλων) βεβαιώνει στο μέτοχο την ιδιότητά του αυτή, τον αριθμό των μετοχών του ολικά ή κατά τμήματα, ως και τις τυχόν επιβαρύνσεις επ' αυτών. Κάθε βεβαίωση με ΑΕΑΠΟΘ κατά τα παρόν άρθρα πρέπει να έχει το αντίστοιχο με τον προορισμό της περιεχόμενο. Στις περιπτώσεις που προβλέπεται από το νόμο κατάθεση των μετοχών για την άσκηση των μετοχικών δικαιωμάτων, η σχετική βεβαίωση της ΑΕΑΠΟΘ ισοδυναμεί προς απόδειξη κατάθεσης των μετοχών, σχετική δε μνεία γίνεται σε κάθε άλλη βεβαίωση.

²⁵⁴ Ν. 3556/2007 ΦΕΚ Α' 91/2007 Προϋποθέσεις διαφάνειας για την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά και άλλες διατάξεις.

και β) τα στενά μέλη οικογένειας αυτού, όπως αυτά ορίζονται στο Παράρτημα Α' του ν. 4308/2014²⁵⁵.

Οι πιθανές εκδοχές που προτείνονται για το ποια τελικά θα είναι η εναγόμενη πλευρά είναι δύο: είτε η υποχρέωση εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας θα βαρύνει μόνο το «μέτοχο» του α' εδαφίου της παρ. 1 του αρ. 49β ακόμα και αν έχουν συνυπολογισθεί στο ποσοστό του οι μετοχές άλλων προσώπων σύμφωνα με το εδ. β', είτε η υποχρέωση θα βαρύνει όλα τα πρόσωπα του εδαφίου β', που συνθέτουν την ομάδα του συνυπολογισμού.

Στην πρώτη εκδοχή ο πλειοψηφών και εναγόμενος μέτοχος παραμένει ένας, ο μέτοχος εκείνος που με βάση τις μετοχές του αλλά και μέσω των παραπάνω προσώπων του εδαφίου β' (μαζί ή διαζευκτικά) κατέχει το απαραίτητο ποσοστό σε τουλάχιστον 95% του μετοχικού κεφαλαίου. Αυτός ο πλειοψηφών μέτοχος θα αναφέρεται ως εναγόμενος, θα είναι δεκτικός της επίδοσης της αγωγής και θα κληθεί στο τέλος να αποκτήσει τις μετοχές στο σύνολό τους και να καταβάλλει το συνολικό αντάλλαγμα για αυτές²⁵⁶.

Υπέρ της πρώτης αυτής λύσης έχει ταχθεί το Εφετείο Αθηνών με την υπ' αριθ. 1716/2016 απόφαση του κρίνοντας ότι «Ο πλειοψηφών μέτοχος της εταιρίας, ο οποίος συγκεντρώνει το προαναφερόμενο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας, είναι αυτός κατά του οποίου πρέπει να στραφεί ο μέτοχος ή οι μέτοχοι της μειοψηφίας, με ποσοστό μικρότερο, για την εξαγορά της συμμετοχής τους από αυτόν και μόνο, σύμφωνα με την άνω διάταξη, και όχι και από τους λοιπούς, μειοψηφούντες, μετόχους, των οποίων τα μικρότερα ποσοστά συμμετοχής συνυπολογίζονται σε αυτό του πλειοψηφούντος. Ο τελευταίος θα είναι ο εναγόμενος της αγωγής και αυτός θα αποκτήσει, εάν συντρέχουν οι επικαλούμενες προϋποθέσεις, τη συμμετοχή του ενάγοντος της μειοψηφίας, κάτω του 5%, με εξαγορά των μετοχών του -όλων και όχι μέρους τούτων- μετά από καταβολή του ορισθέντος από το δικαστήριο χρηματικού ανταλλάγματος γι' αυτές.»²⁵⁷.

²⁵⁵ Στο άρθρο 49β παρ. 1 εδ. β' προβλεπόταν ότι συνυπολογίζονται οι μετοχές των α) συνδεδεμένων με αυτόν επιχειρήσεων κατά την έννοια της παρ. 5 του άρθρου 42ε, β) του ή της σύζυγος του και γ) των συγγενών του μέχρι και του τρίτου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας.

²⁵⁶ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 184.

²⁵⁷ Το Εφετείο τελικά απόρριψε την αγωγή ως απαράδεκτη, λόγω ελλείψεως παθητικής νομιμοποίησης του δευτέρου, τρίτου και τέταρτου των εναγομένων, μετοχών μειοψηφίας, συγγενών εξ αίματος, μέχρι και του τρίτου βαθμού, της πλειοψηφούσης μετόχου, πρώτης εναγομένης, των οποίων το ποσοστό συνυπολογίσθηκε για τη συμπλήρωση του απαιτούμενου, από τη διάταξη, ποσοστού του 95% προς άσκηση της αγωγής κατά της τελευταίας. Το Δικαστήριο αποφάνθηκε ότι αυτοί δεν νομιμοποιούνται παθητικά στην εν λόγω αγωγή, δεδομένου ότι, κατά τα εκτιθέμενα, ουδείς τούτων είναι ο πλειοψηφών μέτοχος της εταιρίας, κατά του οποίου και μόνον ασκείται, η εκ της ανωτέρω διατάξεως (του άρθρου 49β του Κ.Ν. 2190/1920) Στηριζόμενη και στον τίτλο της διάταξης «Δικαίωμα της μειοψηφίας για εξαγορά των μετοχών της από τον πλειοψηφούντα μέτοχο», έκρινε ότι είναι απόλυτα σαφής κατά τη διατύπωση της σχετικής, υπ' αριθμ. 1 παραγράφου της και δεν χρήζει οποιασδήποτε ερμηνείας αναφορικά με τον μέτοχο από τον οποίο

Στη δεύτερη εκδοχή, ο πλειοψηφών μέτοχος παραμένει, πάλι, ένας αλλά οικονομικώς εμπλέκονται στη δίκη και τα πρόσωπα, των οποίων οι μετοχές συνυπολογίζονται σε αυτές του πλειοψηφούντος²⁵⁸. Με άλλα λόγια εκτός από τον πλειοψηφούντα μέτοχο, εναγόμενοι θα είναι π.χ. και οι θυγατρικές εταιρείες ή τα στενά πρόσωπα της οικογενείας του²⁵⁹. Όλα αυτά τα πρόσωπα πρέπει να αναγράφονται στην αγωγή ως εναγόμενοι και σε αυτούς πρέπει να επιδοθεί η αγωγή του μετόχου της μειοψηφίας. Στην περίπτωση αυτή, οι εναγόμενοι σωρευτικά και αναλογικά, κατά το ποσοστό των μετοχών που ελέγχουν θα κληθούν να αποκτήσουν τις μετοχές του μετόχου της μειοψηφίας στην παραπάνω αναλογία, με κυριότητα ο καθένας διακριτή έναντι των υπολοίπων και να καταβάλλουν κατά το ίδιο ποσοστό το αντάλλαγμα, καταδικαζόμενοι στην εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας αλλά και στην καταβολή του ανταλλάγματος για την απόκτηση των μετοχών²⁶⁰.

Η γένεση της υποχρέωσης εξαγοράς εις βάρος κάθε συνυπολογιζόμενου μετόχου δεν οδηγεί σε οικονομικές δυσκολίες, που δεν θα υπήρχαν, στην περίπτωση που υπόχρεος ήταν ένας μόνο μέτοχος, διότι από τη στιγμή, που για τη θεμελίωση της υποχρέωσης εξαγοράς, έστω και του ενός μετόχου, απαιτείται η απόδειξη των προϋποθέσεων του συνυπολογισμού, η διαδικασία εντοπισμού και διερεύνησης της ύπαρξης των κρίσιμων νομικά σχέσεων είναι εξ ορισμού αναπόφευκτη, ακόμη κι αν η αγωγή στραφεί εναντίον ενός προσώπου²⁶¹.

Εκ πρώτης όψεως η διατύπωση της διάταξης φαίνεται να δίδει κάποια επιχειρήματα υπέρ της πρώτης άποψης, καθώς στο εδ. β' γίνεται παραπομπή στον «... παραπάνω μέτοχο ...», στις μετοχές του οποίου συνυπολογίζονται και οι μετοχές των εν συνεχεία

η μειοψηφία δικαιούται να ζητήσει την εξαγορά της συμμετοχής της, δεδομένου ότι σαφώς και πολλές φορές αναφέρεται ότι ο μέτοχος αυτός είναι ο πλειοψηφών. Εφ. Αθ.1716/2016, ΔΕΕ 2016,1064, ΝΟΜΟΣ, Σημειώνεται ότι η ως άνω απόφαση του Εφετείου Αθηνών είναι η μοναδική που έχει δημοσιευθεί για την αγωγή του άρθρου 49β.

²⁵⁸ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 184.

²⁵⁹ Σε κάποιες περιπτώσεις μπορεί τα συγγενικά πρόσωπα και οι μετοχές τους κατ' εξαίρεση να μη συνυπολογισθούν στις μετοχές του πλειοψηφούντος μετόχου και να μην κληθούν να αποκτήσουν τις μετοχές της μειοψηφίας. Βλ. σελ 70.

²⁶⁰ Τα παραπάνω σημαίνουν, πως π.χ. αν σε μια εταιρεία Χ η εταιρεία Α ως μέτοχος κατέχει 35% των μετοχών, η συνδεδεμένη θυγατρική της εταιρεία Β κατέχει 35% και η συνδεδεμένη θυγατρική της εταιρεία Γ κατέχει 26% θα πρέπει και οι τρεις να καταστούν εναγόμενοι διάδικοι. Και θα πρέπει να κληθούν να αποκτήσουν τις μετοχές του μειοψηφούντος μετόχου Ψ που κατέχει το 4% του μετοχικού κεφαλαίου. Αυτό πρέπει να γίνει για την εταιρεία Α σε αναλογία 0,35 του 4% των μετοχών του Ψ, για την εταιρεία Β σε αναλογία 0,35 του 4% των μετοχών του Ψ και για την εταιρεία Γ σε αναλογία 0,26 του 4% των μετοχών του Ψ. Με βάση αυτές τις αναλογίες θα αποκτήσουν τις μετοχές της μειοψηφίας αλλά θα επιβαρυνθούν και με την καταβολή του ανταλλάγματος στον Ψ, μέτοχο της μειοψηφίας. Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 184.

²⁶¹ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 774.

αναφερομένων προσώπων²⁶². Εντούτοις δεν θα πρέπει να στηριχθούμε στις γραμματικές αυτές ενδείξεις, αλλά θα πρέπει να αναζητήσουμε την τεολογία της διάταξης, με βάση την οποία θα δοθεί η οριστική λύση στον ως άνω προβληματισμό.

Η ορθότητα της δεύτερης προτεινόμενης εκδοχής, δηλαδή, περί της ευθύνης όλων των συνυπολογιζομένων μετόχων επιβεβαιώνεται και από τη ratio legis της διάταξης. Η υποχρέωση εξαγοράς της μειοψηφίας ενεργοποιείται, όπως προβλέπεται στο νόμο, από το ποσοστό του 95% και άνω. Γεγονός είναι πως ο πλειοψηφών μέτοχος αποτελεί την αφετηρία της νομοθετικής επιλογής για την καθιέρωση του θεσμού της εξαγοράς, παρόλα αυτά δεν είναι δίκαιο να υποστεί μόνος του τις οικονομικές συνέπειες της εφαρμογής του άρθρου 49β από τη στιγμή, που «υπεύθυνοι» για την εφαρμογή της διάταξης είναι και άλλοι μέτοχοι, οι μετοχές των οποίων συνυπολογίζονται, ο καθένας ανάλογα με το ποσοστό του. Αυτό ισχύει καθώς όλοι οι μέτοχοι που συναπαρτίζουν το 95% του μετοχικού κεφαλαίου είναι φορείς των περιουσιακών και διοικητικών δικαιωμάτων που ώθησαν το μέτοχο της μειοψηφίας να κρίνει ως αναγκαία την αποχώρησή του από την εταιρεία. Όλοι, λοιπόν, οι μέτοχοι, που απαρτίζουν την ομάδα του 95% και πλέον του μετοχικού κεφαλαίου, είναι συλλογικά υπεύθυνοι, και έκαστος εξ αυτών κατά το ποσοστό του, για τις συνέπειες της εφαρμογής της διάταξης. Ο συνυπολογισμός δεν σημαίνει, ότι ο μέτοχος της πλειοψηφίας και οι λοιποί μέτοχοι αποτελούν μια ενιαία οικονομική μονάδα, για να μπορούσε να υποστηριχθεί ότι δεν έχει σε τελική ανάλυση ιδιαίτερη σημασία το ποιος από αυτούς θα κληθεί να καταβάλλει το αντίτιμο των εξαγοραζόμενων μετοχών της μειοψηφίας. Η ratio του συνυπολογισμού, έγκειται όπως εκτέθηκε ανωτέρω, στη δυνατότητα, ούτε καν στο γεγονός, του συντονισμού της μετοχικής τους δράσης, πράγμα που σε καμία περίπτωση δεν δικαιολογεί την ανάληψη του βάρους εξαγοράς από έναν εξ αυτών, έστω κι αν είναι ο πλειοψηφών μέτοχος²⁶³.

²⁶² Σχετικά με τη διατύπωση του αρ. 49β θα πρέπει να παρατηρηθεί, ότι στο α' εδ. της παρ. 1 η αναφορά στο «μέτοχο», που διάβηκε το κατώφλι του 95%, έχει να κάνει με την κλασσική και απλή εκδοχή εφαρμογής της διάταξης, όπου το κρίσιμο πακέτο του 95% ανήκει σε έναν μόνο μέτοχο. Το β' εδ. της ίδιας παρ., που αναφέρεται στο ζήτημα του συνυπολογισμού, δεν κάνει καμία αναφορά στο ζήτημα του ποιος βαρύνεται με την υποχρέωση εξαγοράς στην περίπτωση αυτή, πράγμα που θα μπορούσε να χαρακτηριστεί και ως νομοτεχνική αστοχία του νομοθέτη. Επιπλέον θα πρέπει να διευκρινιστούν και τα εξής ως προς το αρ. 49γ κ.ν. 2190/1920: στην περίπτωση του αρ. 49γ, όπου ρυθμίζεται το δικαίωμα του πλειοψηφούντος μετόχου να εξαγοράσει με δική του πρωτοβουλία τη μειοψηφία και όπου η διατύπωση του α' εδ. της παρ. 1 ομοιάζει με τη διατύπωση του αντίστοιχου χωρίου του αρ. 49β, δεν υπάρχει πρόβλεψη συνυπολογισμού των μετοχών άλλων μετόχων, αλλά το πακέτο του 95% θα πρέπει να ανήκει σε έναν μόνο μέτοχο. Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 774, Τσίρου, Το νομοθετικό πλαίσιο του squeeze-out και του sell-out, ΔΕΕ 2008, 808, πρβλ. Αλεξανδροπούλου, «Squeeze-out» και νομικά ζητήματα που ανακύπτουν από την εφαρμογή του, ΔΕΕ 2008, σελ. 406. Παρατηρείται ότι η νέα διάταξη του άρθρου 46 Ν 4548/2018 δεν επιλύει το παραπάνω πρόβλημα καθώς η διατύπωσή της ομοιάζει με αυτήν του 49β.

²⁶³ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 771.

Επιπλέον, ο καταμερισμός του βάρους εξαγοράς σε όλους τους μετόχους, των οποίων οι μετοχές λαμβάνονται υπόψη για τον υπολογισμό του 95%, αποτρέπει το φαινόμενο του free riding, δεδομένου ότι η έξοδος της μειοψηφίας από την εταιρία μπορεί να έχει ευεργετικές επιπτώσεις στους εναπομείναντες μετόχους και στη λειτουργία της ίδιας της εταιρίας, καθόσον ανάμεσα σε άλλα ελαχιστοποιείται το κόστος και διευκολύνεται η λειτουργία της εταιρείας (π.χ. δεν είναι ενδεχομένως πλέον απαραίτητη η τυπική διαδικασία σύγκλισης της γενικής συνέλευσης με ότι αυτό συνεπάγεται από πλευράς κόστους και χρόνου, δεν τίθεται θέμα άσκησης δικαιωμάτων μειοψηφίας του 5%).²⁶⁴ Με αυτόν τον τρόπο, θα επωφεληθούν έμμεσα όλοι οι μέτοχοι. Για αυτό και δεν είναι ορθό να επιβαρυνθεί οικονομικά ένας μόνο εξ αυτών, και εν προκειμένω ο πλειοψηφών μέτοχος, αναλαμβάνοντας μόνος του ολόκληρο το κόστος εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας.

Εξάλλου, το δικαίωμα εξόδου της μειοψηφίας ως δικαίωμα εταιρικού δικαίου και όχι του κοινού δικαίου των συμβάσεων²⁶⁵ δεν θα πρέπει να μην προσκρούει σε θεμελιώδεις κανόνες του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας και γενικά να εντάσσεται αρμονικά στο θεσμικό της πλαίσιο. Δύο θεμελιώδεις, ίσως οι πλέον θεμελιώδεις αρχές του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας, είναι οι συναφείς αρχές της ισότητας και της ίσης μεταχείρισης των μετόχων, οι οποίες αποτυπώνονται νομοθετικά στο άρθρο 30²⁶⁶. Ειδικότερα στο ζήτημα της εξαγοράς της μειοψηφίας κατ' άρθρο 49β η γενική αρχή της ίσης μεταχείρισης εξειδικεύεται σε δύο ειδικότερες επιταγές: αφενός δεν επιτρέπεται ο τυχόν πλειοψηφών μέτοχος να επιβαρυνθεί οικονομικά, αναλαμβάνοντας όλο το κόστος εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας σε βαθμό μεγαλύτερο από εκείνον, που αντιστοιχεί στο ποσοστό συμμετοχής του στο μετοχικό κεφάλαιο, και αφετέρου οι λοιποί μέτοχοι, των οποίων οι μετοχές συνυπολογίζονται, δεν επιτρέπεται να αποκλεισθούν από την απόκτηση των μετοχών της εξαγοραζόμενης μειοψηφίας, καθώς έτσι θα συρρικνωθεί ακόμα περισσότερο το ποσοστό συμμετοχής τους στην εταιρία, και θα αυξηθεί, αντίστοιχα, το ποσοστό του πλειοψηφούντος μετόχου²⁶⁷. Συνεπώς, ενόψει και της αρχής της ίσης μεταχείρισης των μετόχων θα πρέπει η υποχρέωση εξαγοράς της μειοψηφίας να

²⁶⁴ βλ. Βενιέρη, εις ΔικΑΕ ό.π., Εισαγωγικές παρατηρήσεις αρ. 49α -49γ αριθ. 5.

²⁶⁵ Στο πλαίσιο, δε, της σχετικής ελευθερίας θα μπορούσε η συμφωνία της εξαγοράς να έχει οποιοδήποτε περιεχόμενο.

²⁶⁶ Η ίση μεταχείριση, όπως τονίζεται και στην Αιτιολ. Έκθ. του ν. 3884/2010, θα πρέπει να νοείται στην «...ευρύτερη δυνατή της διάσταση...» και προς κάθε κατεύθυνση.

²⁶⁷ Μια ανάλογη συναφής εξειδίκευση της αρχής της ίσης μεταχείρισης είναι και το δικαίωμα προτίμησης, που δίδεται σε όλους τους μετόχους στο πλαίσιο αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, ακριβώς για να μην μπορεί να διαταραχθεί χωρίς τη θέλησή τους η μετοχική ισορροπία στην ανώνυμη εταιρία.

θεωρηθεί ότι βαρύνει όλους τους μετόχους, που συναπαρτίζουν το ποσοστό του 95% και πλεόν του μετοχικού κεφαλαίου, και όχι μόνο τον τυχόν μέτοχο πλειοψηφίας²⁶⁸, ώστε και μετά την εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας να βρίσκονται αναλογικά στην ίδια θέση, στην οποία θέση βρίσκονταν και πριν.

Η αποδοχή της δευτέρας προτεινόμενης εκδοχής οδηγεί σε δίκαιη και λογική κατανομή των μετοχών της μειοψηφίας αλλά επιφέρει δυσκολίες στην εφαρμογή του άρθρου 49β. Εν προκειμένω μέτοχος της μειοψηφίας θα πρέπει να επιδώσει την αγωγή και να ζητήσει τη συμμόρφωση με την απόφαση από κάθε ένα πρόσωπο που προβλέπει το εδ. β' της παρ. 1 του άρθρου 46 Ν. 4548/2019. Ειδικά για τις ΑΕ με ανώνυμες μετοχές καθίσταται ιδιαίτερα δύσκολη έως αδύνατη η εφαρμογή του άρθρου 49β Κ.Ν. 2190/1920. Συμβαίνει αυτό επειδή ο ενάγων μέτοχος μειοψηφίας θα πρέπει να βρει ποιοί είναι όλοι οι μέτοχοι που συνθέτουν το ποσοστό του 95% και θα πρέπει να επιδώσει και σε αυτούς την αγωγή²⁶⁹. Ωστόσο, λύση ως προς το πρόβλημα αυτό μπορεί να δοθεί με την εφαρμογή των άρθρων 76 επ. ΚΠολΔ, για την αναγκαστική ομοδικία, όσον αφορά τα πρόσωπα που συνδέονται με τον πλειοψηφούντα μέτοχο και τα οποία καθίστανται συνεναγόμενοι (αναγκαστικοί ομόδικοι), με ό,τι αυτό συνεπάγεται για τις δικονομικές πράξεις στη δίκη περί της εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας²⁷⁰.

Όπως έχουμε προαναφέρει, άλλο ένα ζήτημα που έχει απασχολήσει την βιβλιογραφία είναι και το κατά πόσο ο πλειοψηφών μέτοχος πρέπει να κατέχει τουλάχιστον μία μετοχή στην εταιρεία ως κύριος, προκειμένου να εφαρμοσθεί το άρθρο 49β. Υποστηρίζεται²⁷¹, ότι δεν μπορεί να καταστεί εναγόμενος ο πλειοψηφών μέτοχος και συνακόλουθα δεν είναι δυνατή η εφαρμογή του άρθρου 49β στην περίπτωση που ο πλειοψηφών (με την έννοια του ελέγχοντος) δεν έχει στην κυριότητα του ούτε μία μετοχή της εταιρείας. Έστω ότι στην εταιρεία Χ η εταιρεία Α δεν κατέχει καμία απολύτως μετοχή. Αντιθέτως, η συνδεδεμένη θυγατρική (της Α) εταιρεία Β κατέχει 35% του μετοχικού κεφαλαίου της Χ, η συνδεδεμένη θυγατρική εταιρεία Γ κατέχει 35% του

²⁶⁸ Έτσι η κρατούσα άποψη βλ. Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, 183 επ., Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 772.

²⁶⁹ Μια από τις καινοτόμες που εισάγει ο νέος νόμος για τις ΑΕ, Ν. 4548/2018 είναι η κατάργηση/ονομαστικοποίηση των ανώνυμων μετοχών. Συνεπώς το πρόβλημα θα πάψει να υφίσταται με την κατάργηση των ανωνύμων μετοχών. Βλ. παραπάνω υποσημείωση 252.

²⁷⁰ Πρβλ. περί αναγκαστικής ομοδικίας για την αγωγή αποκλεισμού εταίρου, Νίκα, σε Κεραμέα/Κονδύλη/Νίκα, άρθρο 76 αρ. 4, Οι ομόδικοι που δεν παρίστανται εκπροσωπούνται στη δίκη από τους παριστάμενους, Νίκας, σε Κεραμέα/Κονδύλη/Νίκα, άρθρο 76 αρ. 7, Συνεπώς, η απόφαση που θα εκδοθεί περί του δικαιώματος του μετόχου της μειοψηφίας θα δεσμεύει και τις συνδεδεμένες επιχειρήσεις ή τα συγγενικά πρόσωπα του πλειοψηφούντος μετόχου ακόμα και αν δεν παραστάθηκαν στη δίκη.

²⁷¹ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 186.

μετοχικού κεφαλαίου της Χ και η συνδεδεμένη θυγατρική εταιρεία Δ κατέχει 26% του μετοχικού κεφαλαίου της Χ. Σε αυτήν την περίπτωση, ο μέτοχος μειοψηφίας Ψ που κατέχει το 4% δεν θα μπορεί να ασκήσει το δικαίωμά του για αποχώρηση και μεταβίβαση των μετοχών του, καθώς δεν υφίσταται πλειοψηφών μέτοχος που να κατέχει έστω και μία μετοχή, ενώ τα πρόσωπα που έχουν συγκεντρώσει το 96% του μετοχικού κεφαλαίου δεν πληρούν την προϋπόθεση του «ενός» πλειοψηφούντος μετόχου²⁷². Τα παραπάνω πρόσωπα (Α, Β, Γ, Δ) λοιπόν δεν μπορούν να καταδικασθούν στην εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας.

Τέλος, σε ότι αφορά τον ενάγοντα ή τους ενάγοντες μέτοχους της μειοψηφίας πρέπει να διευκρινιστεί ότι η υποχρέωση του πλειοψηφούντος μετόχου (ή κατά περίπτωση των μετόχων, εφόσον υφίσταται συνυπολογισμός) να αποκτήσουν τις μετοχές της μειοψηφίας δεν προϋποθέτει την εξαγορά του συνόλου των μετοχών της μειοψηφίας. Αυτό προκύπτει ξεκάθαρα από την ίδια τη διατύπωση της διάταξης του αρ. 49β, όπου γίνεται λόγος «για έναν ή περισσότερους από τους λοιπούς μετόχους» της μειοψηφίας. Δηλαδή εάν το 5% (ή λιγότερο) του μετοχικού κεφαλαίου είναι κατακερματισμένο σε περισσότερους μικρομετόχους, δεν είναι απαραίτητο να επιδιώξουν όλοι την εξαγορά τους, αλλά ο καθένας από αυτούς μπορεί να επιλέξει, εάν θα στραφεί κατά του ή των μετόχων του 95% ζητώντας την εξαγορά των μετοχών του²⁷³.

Γ. Ο προσδιορισμός του ανταλλάγματος της εξαγοράς

Ο μέτοχος της μειοψηφίας πρέπει στο εισαγωγικό δικόγραφο της αγωγής του να προσδιορίζει την αξία των μετοχών του και το ποσό που εκείνος θεωρεί δίκαιο και αντίστοιχο με το αντάλλαγμα που πρέπει να λάβει για την εξαγορά τους. Το ποσό που αξιώνει πρέπει να προκύπτει με σαφή τρόπο τόσο ως προς την αιτία του, όσο και ως προς το ύψος του και ως προς τα στοιχεία που το απαρτίζουν.

Για τον ορισμένο και σαφή προσδιορισμό του ύψους του δίκαιου ανταλλάγματος ο μέτοχος πρέπει στην αγωγή του να παραθέτει, για τους λόγους που θα αναλύσουμε στη συνέχεια, στοιχεία από τους ισολογισμούς της εταιρείας αλλά και από άλλα στοιχεία,

²⁷² Πρβλ. Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 774, όπου υποστηρίζει ότι εάν π.χ. δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις, που είναι θυγατρικές (αδελφές) επιχειρήσεις στον ίδιο όμιλο (αρ. 49β παρ. 1 εδ. β' περ. α') αποκτήσουν κατά ίσα μέρη (δηλαδή κατά 47,5%) το 95% των μετοχών μιας εταιρίας, η μόνη λογική και δίκαιη λύση είναι η θεμελίωση υποχρέωσης εξαγοράς εις βάρος όλων των συνυπολογιζομένων μετόχων, δηλαδή και των δύο στο ως άνω παράδειγμα θυγατρικών εταιρειών.

²⁷³ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 774, Βλ. και ΕφΑθ 1716/2016.

όπως αφανή αποθεματικά, άυλα αγαθά (σήματα, πελατεία, φήμη), εκκρεμείς υποθέσεις²⁷⁴, δικαιώματα βιομηχανικής και πνευματικής ιδιοκτησίας, εμπορικές συμφωνίες, τα οποία σύμφωνα με τη συνήθη πορεία των πραγμάτων αναμένεται να αυξήσουν το τζίρο, τα κέρδη και την αξία της εταιρείας.

Είναι προφανές, ότι για να είναι η αγωγή ορισμένη, κατά τα ανωτέρω, θα πρέπει ο μέτοχος της μειοψηφίας να έχει πλήρη γνώση και πληροφόρηση σχετικά με τη διαχείριση και την περιουσιακή κατάσταση της εταιρείας, διαφορετικά η αγωγή του δεν θα μπορεί να είναι ορισμένη, λόγω της ελλιπούς πληροφόρησης, με αποτέλεσμα τόσο ο μέτοχος όσο και το δικαστήριο να παραπλανώνται ως προς το δίκαιο αντάλλαγμα²⁷⁵.

Προς το σκοπό αυτό η μειοψηφία διαθέτει το δικαίωμα παροχής πληροφοριών και το δικαίωμα ελέγχου διαχείρισης κατά τα άρθρα 39 επ. Αξιοποιώντας τις δυνατότητες που τις παρέχονται στις παρ. 1 και 4 του άρθρου 39 η μειοψηφία μπορεί να συγκαλέσει και να ζητήσει πληροφορίες, για την περιουσιακή κατάσταση της εταιρείας²⁷⁶. Επιπροσθέτως ο μέτοχος έχει δικαίωμα να ζητήσει έλεγχο της εταιρείας από το Μονομελές Πρωτοδικείο της περιφέρειας στην οποία εδρεύει η εταιρεία κατ' άρθρο 40α παρ. 1. Ο έλεγχος αυτός, σύμφωνα με το άρθρο 39^α, αφορά το κατά πόσο η οικονομική διαχείριση και η λειτουργία της εταιρείας καθώς και η κατάρτιση των ετήσιων λογαριασμών της έγιναν σύμφωνα με το νόμο, το καταστατικό και τις αποφάσεις της ΓΣ. Το δικαίωμα του άρθρου 39 παρ. 1 και του άρθρου 40α παρ. 1 έχουν μέτοχοι της εταιρείας που αντιπροσωπεύουν τουλάχιστον 1/20 (5%) του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου, όμως ο νόμος προβλέπει πως το καταστατικό μπορεί να μειώσει, όχι όμως και πέραν του ημίσεος, τα παραπάνω ποσοστά.

Με βάση τις διατάξεις αυτές ο ενάγων (μέτοχος με ποσοστό έως 5%) μπορεί να αντλήσει τα απαραίτητα στοιχεία που θα προσδιορίζουν το ύψος του ανταλλάγματος για την εξαγορά των μετοχών του. Στην περίπτωση όμως που δεν υπάρχει αντίστοιχη πρόβλεψη στο καταστατικό που να μειώνει τα απαραίτητα ποσοστά για την άσκηση του δικαιώματος πληροφόρησης, τότε ενδέχεται να προκύψει έλλειμμα πληροφόρησης των μετόχων της μειοψηφίας που διαθέτει ποσοστό επί του μετοχικού κεφαλαίου κάτω από το 5%, κάτι που δημιουργεί έλλειμμα στην άσκηση του δικαιώματός της μειοψηφίας εκ του άρθρου 49β²⁷⁷.

²⁷⁴ Έτσι σε υπολογισμό αξίας συμμετοχής σε ΕΠΕ, Εφαθ 6338/2006 ΔΕΕ 2007,58, Εφαθ 8396/2005 ΕλλΔνη 2007,890, Εφαθ 804/2003 ΕπισκΕΔ 2003,511, Εφθεσ 2386/2005 ΕπισκΕΔ 2006,480.

²⁷⁵ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 111.

²⁷⁶ Βλ. αναλυτικά Σπυρίδωνος, Τα δικαιώματα της μειοψηφίας στην ανώνυμη εταιρία, σελ. 654

²⁷⁷ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 113.

Ακολούθως παρατίθενται οι προτεινόμενοι στη βιβλιογραφία τρόποι υπολογισμού του ύψους του δίκαιου ανταλλάγματος.

I. Πρόβλεψη στο καταστατικό

Οι μέτοχοι μπορούν να προβλέψουν στο καταστατικό της εταιρείας τον τρόπο υπολογισμού αλλά και καταβολής του ανταλλάγματος που θα λάβει ο μέτοχος της μειοψηφίας για την εξαγορά των μετοχών του από την εταιρεία.

Καταστατικοί όροι που προβλέπουν τον υπολογισμό του ανταλλάγματος στην εξαγορά του άρθρου 49β δεν είναι δεσμευτικοί καθώς όπως ήδη έχει αναφερθεί, περιορίζουν το δικαίωμα της μεταβίβασης της μετοχής αλλά και ένα δικαίωμα που τέθηκε για την προστασία της μειοψηφίας²⁷⁸. Όμως, ο μέτοχος μπορεί να επιλέξει να αποδεχθεί τον τρόπο υπολογισμού του ύψους του ανταλλάγματος ή και τον τρόπο καταβολής του, σύμφωνα με το καταστατικό, μετά την γέννηση του δικαιώματος του για εξαγορά των μετοχών του. Πριν τη γέννηση του δικαιώματος εξαγοράς δεν υφίσταται αντίστοιχη δυνατότητα²⁷⁹.

II. Ο δικαστικός καθορισμός του τιμήματος

Από το συνδυασμό της παρ. 2 του άρθρου 49β και της παρ. 4 του άρθρου 49α προκύπτει ότι για την εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας από τον πλειοψηφούντα μέτοχο, το δικαστήριο ορίζει το αντάλλαγμα της εξαγοράς, το οποίο πρέπει να είναι δίκαιο και να ανταποκρίνεται στην πραγματική αξία των μετοχών αυτών. Εάν οι ενάγοντες μέτοχοι δεν αποδεχθούν το τίμημα που προσδιορίζεται με τον τρόπο αυτό, μπορούν να αρνηθούν την εξαγορά, θα επιβαρυνθούν, όμως, με τα έξοδα της δίκης για τον προσδιορισμό της αξίας των μετοχών τους.

Από τα ανωτέρω προκύπτει ότι: α) τόσο το αντάλλαγμα όσο και οι όροι καταβολής του ορίζονται από το δικαστήριο, β) το αντάλλαγμα της άσκησης του δικαιώματος εξαγοράς πρέπει να είναι δίκαιο, γ) το αντάλλαγμα πρέπει να αντικατοπτρίζει την πραγματική αξία των μετοχών και δ) για τον προσδιορισμό του ανταλλάγματος δύναται να διαταχθεί πραγματογνωμοσύνη. Ωστόσο, η διάταξη δεν εξειδικεύει πέραν της

²⁷⁸ Βλ. σελ. 29.

²⁷⁹ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 128.

πραγματογνωμοσύνης τον τρόπο υπολογισμού του δίκαιου του ανταλλάγματος ή την έννοια της πραγματικής αξίας των προσφερόμενων μετοχών.

Στη συνέχεια θα επιχειρήσουμε να αναλύσουμε και να εξειδικεύσουμε τις έννοιες αυτές της παραγράφου 4 του άρθρου 49^α.

i. Δίκαιο αντάλλαγμα

Ο νόμος στο άρθρο 49α παρ. 4 αναφέρει πως το αντάλλαγμα της εξαγοράς των μετοχών του μετόχου πρέπει να είναι δίκαιο²⁸⁰. Πρόκειται για επιταγή που προκύπτει από τη συνταγματική προστασία του δικαιώματος του μετόχου²⁸¹. Ειδικότερα δε ορίζεται, ότι το αντάλλαγμα θα πρέπει να είναι «...δίκαιο και να ανταποκρίνεται στην πραγματική αξία των μετοχών...»²⁸². Σαφώς προκύπτει από τη διάταξη αυτή ότι το αντάλλαγμα δεν θα είναι η ονομαστική αξία των μετοχών, αλλά θα πρέπει να αναζητηθεί η πραγματική τους αξία²⁸³.

Εκ πρώτης όψεως το γράμμα του νόμου επιβάλλει το αντάλλαγμα να υπολογίζεται στο ύψος της πραγματικής αξίας της μετοχής, δηλαδή στην αξία της ενεργητικής περιουσίας της εταιρείας, όπως προκύπτει από τον υπολογισμό των περιουσιακών στοιχείων της ΑΕ²⁸⁴. Ωστόσο αξία της εταιρικής περιουσίας δεν προκύπτει μόνο από τα πάγια και τις υπάρχουσες απαιτήσεις, αλλά αποτελείται και από στοιχεία που προσδίδουν αξία στην εταιρική περιουσία, ενδεχομένως έχουν και άυλη μορφή ή δεν έχουν ακόμα γεννηθεί ως αξιώσιμα περιουσιακά στοιχεία²⁸⁵.

²⁸⁰ Στην Γερμανία με την ίδια νομική βάση γίνεται λόγος, για «πλήρες» αντάλλαγμα αντίστοιχο της πραγματικής αξίας της μετοχής και σε κατάλληλο ύψος.

²⁸¹ Το δικαίωμα του μετόχου έχει περιουσιακή φύση και υπόσταση, και ως τέτοιο προστατεύεται από το άρθρο 17 παρ. του Συντάγματος.

²⁸² Βλ. και αρ. 29 παρ. 1 και 4 Ν 3190/1955, το οποίο εφαρμόζεται αναλογικά για τον προσδιορισμό της αξίας της μερίδας συμμετοχής του εξερχομένου εταίρου κατ' άρθρο 33 παρ. 1 στην ΕΠΕ, όπου ορίζεται ως κριτήριο προσδιορισμού της η «πραγματική» αξία. Πάρα την μακρόχρονη παρουσία των ως άνω διατάξεων, το ζήτημα του προσδιορισμού της αξίας της εξαγοραζόμενης μερίδας συμμετοχής δεν έχει τύχει εκτενούς εφαρμογής ούτε και η νομολογία των ελληνικών δικαστηρίων διακρίνεται από διεξοδική ανάλυση και επαρκή σαφήνεια.

²⁸³ Βλ. Ρόκα, Εμπορικές Εταιρείες, 2012, παρ. 34, σελ. 385 Διακρίνει μεταξύ, ονοματικής, την πραγματικής-εσωτερικής, τρέχουσας-αγοραίας και χρηματιστηριακής αξία της μετοχής. Ειδικότερα «Η εσωτερική πραγματική αξία της μετοχής προσδιορίζεται με βάση την (πραγματική) αξία της εταιρικής περιουσίας σε ορισμένη χρονική στιγμή, αντικατοπτρίζεται δε σε αυτήν τμήμα της τελευταίας.» Κουράκης, σε ΔικΑΕ [επ. ύλης Ε. Περάκης], γ' έκδ. 2010, τομ. Ι, άρθρο 11α αρ. 39 «Η πραγματική αξία αναφέρεται στην αξία στην οποία μπορεί να πωληθεί ένα συγκεκριμένο πακέτο μετοχών. Πρόκειται για αξία εξόχως δυναμική, αφού λαμβάνει υπόψη της όχι μόνο την εμπορική ή τη χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας, αλλά και τη υπεραξία ελέγχου που μπορεί να παρέχει το συγκεκριμένο πακέτο μέτοχων».

²⁸⁴ Στην Γερμανία αναζητάται αν πρέπει το αντάλλαγμα προς το μέτοχο της μειοψηφίας να υπολογίζεται με βάση την πραγματική αξία, την αξία εκκαθάρισης ή την αγοραία-χρηματιστηριακή αξία.

²⁸⁵ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 129., ΑΠ 752/2014.

Κατά την αξιολόγηση της έννοιας της πραγματικής αξίας των μετοχών δεν πρέπει να παραλείπεται η επιταγή του νόμου, πως το αντάλλαγμα πρέπει να είναι δίκαιο²⁸⁶. Θα πρέπει δε, να τονιστεί, ότι ο μέτοχος της μειοψηφίας δεν πρέπει αντιμετωπιστεί κατά τρόπο μειονεκτικό λόγω του μειοψηφικού χαρακτήρα της συμμετοχής του στην εταιρεία, ούτε να τεθεί σε διαφορετική θέση από τους μετόχους που επιλέγουν την παραμονή τους στην ΑΕ ή από τους μετόχους που ρευστοποιούν με άλλο τρόπο τη συμμετοχή τους, αλλά θα πρέπει να λάβει την πραγματική (πλήρη) αξία των μετοχών του με βάση την αξία της επιχείρησης. Εξάλλου, αγοραστής δεν είναι ο οποιοσδήποτε τρίτος, ο οποίος ενδεχομένως και να προσέφερε χαμηλότερο τίμημα, αλλά ο ίδιος ο πλειοψηφών μέτοχος, ο οποίος και θα πρέπει να πληρώσει το τίμημα της διεύρυνσης ή της απόκτησης του ολοκληρωτικού ελέγχου της εταιρίας²⁸⁷. Αν ο μέτοχος που επιλέγει, ή ακόμα και εξαναγκάζεται, να αποχωρήσει αντιμετωπισθεί οικονομικώς με δυσμενέστερο τρόπο έναντι των υπολοίπων μετόχων που παραμένουν στην ΑΕ, τότε παραβιάζεται η αρχή της ίσης μεταχείρισης των μετόχων²⁸⁸. Τέλος, σημειώνεται ότι το δίκαιο αντάλλαγμα αντιμετωπίζεται και ως τρόπος δίκαιης διανομής της υπεραξίας του πλήρους ελέγχου επί της εταιρείας που αποκτά με την αποχώρηση της μειοψηφίας ο πλειοψηφών μέτοχος²⁸⁹. Δηλαδή, δεν αποτελεί μέσο αποζημίωσης, αποτελεί όμως μέσο διανομής του εταιρικού κέρδους από τον έλεγχο της εταιρείας και από την απαλλαγή της εκ της υπάρχουσας μειοψηφίας.

ii. Τρόπος υπολογισμού

Παραπάνω αναφερθήκαμε στη σημασία που έχει η επαρκής ενημέρωση του μετόχου μειοψηφίας σχετικά με την εταιρική διαχείριση και την περιουσιακή κατάσταση της εταιρείας για την ορθή αξιολόγηση της πραγματικής αξίας της μετοχής. Το δικαστήριο βασιζόμενο στα στοιχεία που θα προσκομίσουν οι διάδικοι, έχοντας παράλληλα και τη

²⁸⁶ Η έννοια αυτή ενσωματώνει ένα είδος στάθμισης συμφερόντων, αυτό του εταίρου και αυτό της εταιρείας, παραπομπή 439 σε Βενιέρη Huber, σελ. 70.

²⁸⁷ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 792

²⁸⁸ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρείες, 2012, παρ. 33 αρ. 3, Αυγητίδη, σε ΔικΑΕ άρθρο 30 αρ. 15 επ., Βλ. και Κουλορίδας, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 565 επ. που θεωρεί πως ίση μεταχείριση δεν υπάρχει αλλά δίκαιη μεταχείριση της μειοψηφίας από την πλειοψηφία και προς τη δίκαιη μεταχείριση συμβάλλει το δίκαιο αντάλλαγμα εξαγοράς των μετοχών. Η αρχή της ίσης μεταχείρισης και της ισότητας των μετόχων επιβάλλει όμοιες καταστάσεις να αντιμετωπίζονται με όμοιο τρόπο. Βλ. Δαγτόγλου, αρ. 1367. Πρβλ. και Perakis, σε Perakis, σελ. 28 επ. με αναφορά στην Οδηγία 77/91 ΕΟΚ, όπου στο άρθρο 42 κάνει λόγο για ίση μεταχείριση των μετόχων που βρίσκονται στην ίδια θέση.

²⁸⁹ Κουλορίδας, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 568.

δυνατότητα να διατάξει τη διενέργεια πραγματογνωμοσύνης, θα αποφανθεί επί του ζητήματος της πραγματικής αξίας των μετοχών.

Λαμβανομένου υπόψη ότι η μετοχή είναι ένα συμμετοχικό δικαίωμα, η αξία της εξαρτάται από το αντικείμενο, στο οποίο υφίσταται η συμμετοχή, δηλαδή εξαρτάται από την εταιρική επιχείρηση. Με άλλα λόγια η αποτίμηση θα αφορά στην ουσία την ασκούμενη επιχείρηση, με βάση την οποία θα υπολογιστεί στη συνέχεια το ποσό, που αντιστοιχεί στις εξαγοραζόμενες μετοχές της μειοψηφίας²⁹⁰. Αυτό σημαίνει ότι η εύρεση της πραγματικής αξίας που θα οδηγήσει στον υπολογισμό του δίκαιου ανταλλάγματος, πρέπει να εμπεριέχει την πραγματική αποτίμηση όχι μόνο των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας αλλά και αξιών που θα γεννηθούν και που ακόμα δεν είναι ρευστοποιήσιμες αλλά ανήκουν στο περιουσιακό υπόβαθρο της εταιρείας. Αυτό ισχύει για νομικές και οικονομικές καταστάσεις που υφίστανται κατά την περίοδο της αποχώρησης του μετόχου από την ΑΕ, αλλά δεν μπορούν ακόμα να προκαλέσουν άμεσο κέρδος για την εταιρεία²⁹¹.

Κατά την αναζήτηση της πραγματικής αξίας της εταιρικής επιχείρησης ένα πρώτο σημείο αναφοράς, δεν μπορεί παρά να είναι οι οικονομικές καταστάσεις, που συντάσσει και δημοσιεύει η εταιρία. Σε μια κεφαλαιουχική εταιρεία ο ισολογισμός αποτελεί το πλαίσιο, μέσα στο οποίο πρέπει να επιχειρείται η εξακρίβωση της αληθινής οικονομικής κατάστασης της εταιρείας αφού, περιλαμβάνει λεπτομερή περιγραφή όλων των στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού της εταιρείας.

Εντούτοις, όπως γίνεται καθολικά δεκτό, οι οικονομικές καταστάσεις, και ιδιαίτερα εκείνες, που συντάσσονται με βάση τα ελληνικά λογιστικά πρότυπα, αλλά και εκείνες, που συντάσσονται με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Αναφοράς, παρουσιάζουν μια στατική και ενίοτε συντηρητική εκδοχή της αξίας της εταιρικής επιχείρησης, καθώς δεν περιλαμβάνουν περιουσιακά στοιχεία με σημαντικότερη συναλλακτική αξία, όπως η άυλη εμπορική αξία (το λεγόμενο *good will*) της επιχείρησης (την πελατεία, την φήμη, την οργάνωση και την απόδοση της επιχείρησης), τα αφανή αποθεματικά κ.λπ.²⁹². Η καθαρή θέση μιας επιχείρησης, η οποία είναι η διαφορά μεταξύ ενεργητικού και υποχρεώσεων της εταιρίας, αποτυπώνει (και πάλι με τρόπο κατά κανόνα ιδιαίτερα συντηρητικό) την αξία ρευστοποίησης των εμφανιζόμενων στον ισολογισμό της εταιρίας περιουσιακών στοιχείων. Η αποτίμηση όμως, που γίνεται στο πλαίσιο εξαγοράς μιας επιχείρησης, ή εν προκειμένω ενός ποσοστού του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης, θα πρέπει να αποτυπώνει τη

²⁹⁰ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 792.

²⁹¹ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 130.

²⁹² Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 778.

δυναμική της επιχείρησης ως ενιαίας λειτουργικής μονάδας²⁹³, με βάση τις προοπτικές της στο μέλλον και όχι τόσο με βάση ιστορικά δεδομένα, τα οποία αποτελούν τη βάση για την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων. Μάλιστα θα πρέπει να σημειωθεί, ότι για τη συνεκτίμηση ενός περιουσιακού στοιχείου (π.χ. ενός σήματος) δεν έχει σημασία το δικαίωμα κυριότητας κατά το αστικό δίκαιο, αλλά το δικαίωμα οικονομικής εκμετάλλευσης αυτού²⁹⁴, π.χ. ένα σήμα, που η υπό εκτίμηση εταιρία έχει δικαίωμα να το χρησιμοποιεί δυνάμει άδειας χρήσης σήματος, αποτελεί πηγή εσόδων, η οποία θα ληφθεί υπόψη στην αποτίμηση, καθώς τα έσοδα από τη χρήση του σήματος εισρέουν στην εταιρία. Από αυτό το παράδειγμα καταδεικνύεται, ότι η αποτίμηση μιας επιχείρησης στοχεύει όχι στο νομικό τύπο, αλλά στην οικονομική ουσία²⁹⁵. Για τους λόγους αυτούς θεωρείται πως μια δίκαιη εκτίμηση της πραγματικής αξίας της συμμετοχής στην εταιρεία δεν μπορεί να έχει ως βάση υπολογισμού της μόνο τον ετήσιο ισολογισμό.

Το ζητούμενο εν προκειμένω είναι ο εταίρος που εξέρχεται ουσιαστικά λάβει, ό,τι θα λάμβανε σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρείας²⁹⁶. Το επιχείρημα αυτό βασίζεται στην αντίληψη πως ο εταίρος που αποχωρεί δεν αποζημιώνεται απλώς, κατάσταση που θα μπορούσε να οδηγήσει σε εύλογη και όχι πλήρη αποζημίωση. Ο εταίρος ανταλλάσσει τη συμμετοχή του, και το αντάλλαγμα πρέπει να βρίσκεται σε αναλογία και ισορροπία σε σχέση με αυτό που δίνει, δηλαδή την εταιρική του συμμετοχή²⁹⁷.

Εξάλλου, ετήσιος ισολογισμός, που συντάσσεται στο τέλος της εταιρικής χρήσης, αποβλέπει στη διαπίστωση κερδών ή ζημιών κατά τη συγκεκριμένη εταιρική χρήση, συνεπώς δεν αντικατοπτρίζει την αληθινή περιουσιακή κατάσταση της εταιρείας και για αυτό το λόγο δεν μπορεί να αποτελεί την αποκλειστική βάση υπολογισμού του ανταλλάγματος του εξερχόμενου εταίρου²⁹⁸.

Στο πλαίσιο αυτό προτείνεται²⁹⁹ να συνταχθεί ένας ισολογισμός ως οιοονεί «ισολογισμός εκκαθάρισης», που θα εμφανίζει την πραγματική περιουσιακή κατάσταση της εταιρείας. Στο πλαίσιο αυτό προτείνεται³⁰⁰ ως πραγματική αξία της εταιρικής

²⁹³ Τέλλης, Εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας, σελ. 423.

²⁹⁴ Υπεροχή της ουσίας πάνω στον τύπο, Βλ. Περάκης, Σωτηρόπουλος, Λιβαδά, Δρίτσας, Το δίκαιο της λογιστικής, σελ. 14.

²⁹⁵ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 779.

²⁹⁶ Εφθεσ 2386/2005 ΕπισκΕΔ 2006, σελ. 479.

²⁹⁷ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 131.

²⁹⁸ Έτσι έχει κριθεί (για την περίπτωση εξόδου εταίρου από ΕΠΕ), πως η εκτίμηση της πραγματικής αξίας που βασίζεται μόνο στα επιδεκτικά αναγραφής στον ετήσιο ισολογισμό μεμονωμένα στοιχεία της επιχείρησης, οδηγεί σε ανεπιεικείς λύσεις. Βλ. Εφθεσ 2386/2005 ΕπισκΕΔ 2006, σελ. 479.

²⁹⁹ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 132.

³⁰⁰ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 132.

συμμετοχής να εκλαμβάνεται, η αγοραία αξία, δηλαδή η τιμή που ένας ανεπηρέαστος τρίτος θα έδινε για την απόκτηση της εταιρικής συμμετοχής³⁰¹. Για την απόκτηση της εταιρικής συμμετοχής ο τρίτος είναι προφανές, πως θα λάβει υπόψη του κατά τον καθορισμό της προσφερόμενης τιμής και τα άυλα στοιχεία της επιχείρησης, όπως την φήμη, την πελατεία κ.λπ. που αποτελούν καθοριστικούς παράγοντες για την απόδοση της επιχείρησης στο μέλλον³⁰².

Προκύπτει λοιπόν, σύμφωνα με τα παραπάνω, πως η αξία υπολογίζεται με βάση τον ετήσιο ισολογισμό, αλλά και τα αφανή αποθεματικά, τα άυλα αγαθά, όπως την φήμη, την πελατεία, τα σήματα, τις εκκρεμείς υποθέσεις κ.λπ.³⁰³. Ως προς τα κέρδη της εταιρείας δεν πρέπει να εκλαμβάνονται μόνο στοιχεία από τον τελευταίο ισολογισμό αλλά και από προηγούμενους. Πρέπει επίσης στη δικανική κρίση, να συνεκτιμώνται και τα αναμενόμενα κέρδη με βάση τη συνήθη πορεία των πραγμάτων³⁰⁴, τα οποία χάνει ο μέτοχος αποχωρώντας από την εταιρεία³⁰⁵.

Ως εκ τούτου οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις λαμβάνονται μεν υπόψη, όμως ως κατώτατο όριο αποτίμησης, καθώς θα πρέπει να προστεθούν στην καθαρή θέση της επιχείρησης όλα εκείνα τα περιουσιακά στοιχεία (π.χ. δικαιώματα βιομηχανικής ιδιοκτησίας, πελατεία, σχέσεις με προμηθευτές κ.λπ.), τα οποία αποτελούν πηγές εσόδων για το μέλλον και τα οποία δεν αποτυπώνονται στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας³⁰⁶.

Τα δεδομένα που θα ληφθούν υπόψη πρέπει να αφορούν το χρονικό σημείο της συζήτησης της αγωγής, και όχι το χρονικό σημείο της κατάθεσης της αγωγής και του προσδιορισμού της δικασίμου. Συνεπώς, αν μέχρι τη συζήτηση της αγωγής έχουν

³⁰¹ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 132. Βλ. όμως και Γουγά, Το αντάλλαγμα κατά την εξαγορά, σελ. 246 που υποστηρίζει ότι αγοραία αξία προϋποθέτει συμβατική ελευθερία υπό την έννοια τόσο της επιλογής του αντισυμβαλλομένου αγοραστή όσο και της δυνατότητας διαπραγματεύσεως του τιμήματος πώλησεως. Συνθήκες που δεν συντρέχουν στην περίπτωση της «αναγκαστικής συμβάσεως». Πολύ δε περισσότερο όταν πρόκειται για μειοψηφικό πακέτο που δύσκολα θα προσελκύσει το αγοραστικό ενδιαφέρον και δη ανεπηρέαστων τρίτων. ΠΠρΘ 9825/2016

³⁰² Βλ. ΕφαΘ 2386/2005 ΕπισκεΔ 2006, σελ. 479, ΕφαΘ 8396/2005 ΕλλΔνη 2007, σελ. 890, ΕφαΘ 6338/2006 ΔΕΕ 2007, σελ. 58, ΕφαΘ 804/2003 ΕπισκεΔ 2003, σελ. 511.

³⁰³ ΕφαΘ 8396/2005 ΕλλΔνη 2007, σελ. 890, ΕφαΘ 6338/2006 ΔΕΕ 2007, 58 με παραπομπές σε παρατηρήσει Σουφλερού, σε ΕφαΘ 4551/1993 και ΕφαΘ 3434/1990, σε ΕΕμπΔ 1994,432 και ΕΕμπΔ 1991,644, Εφθεσ 2386/2005 ΕπισκεΔ 2006,479, ΕφαΘ 804/2003 ΕπισκεΔ 2003,511. Στην τελευταία απόφαση είχε κριθεί πως μολονότι η εταιρεία εμφάνιζε σημαντικό κύκλο εργασιών, τα προς διανομή καθαρά κέρδη της δεν ανταποκρίνονται στη φήμη και στην πελατεία της, ούτε στις προσδοκίες των εταίρων και για αυτό επαναπροσδιορίστηκε η αποζημίωση στον δεύτερο βαθμό δικαιοδοσία.

³⁰⁴ Κατά την έννοια του άρθρου 298 ΑΚ.

³⁰⁵ Άλλωστε έτσι αποφεύγονται και καταχρηστικές συμπεριφορές εκ μέρους της διοίκησης της εταιρείας, που ενδεχομένως να προβεί σε δυσμενή αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων υπό το φόβο άσκησης δικαιωμάτων εξαγοράς των μετοχών.

³⁰⁶ Σωτηρόπουλος, ό.π., σελ. 778.

τροποποιηθεί τα οικονομικά δεδομένα που μπορούν να προσκομισθούν ενώπιον του δικαστηρίου, το δικαστήριο θα λάβει υπόψη του αυτά τα δεδομένα και όχι τα στοιχεία μόνο του εισαγωγικού δικογράφου.

Τέλος, κατά τη διαμόρφωση του ύψους του ανταλλάγματος πρέπει να συνυπολογισθούν και ενδεχόμενες καταχρηστικές πρακτικές της διοίκησης της εταιρείας, η οποία εκ των πραγμάτων θα ελέγχεται από τον μέτοχο πλειοψηφίας. Προκειμένου να μην καταδικαστεί ο ελέγχων την εταιρεία μέτοχος σε εξαγορά της μειοψηφίας με υπέρογκο τίμημα, δεν αποκλείεται η διοίκηση να προσπαθήσει να μειώσει τεχνητά την περιουσιακή αξία της εταιρείας ή να αυξήσει το παθητικό της εταιρείας.³⁰⁷.

iii. Μέθοδοι αποτίμησης της εταιρικής επιχείρησης

Το ζήτημα του προσδιορισμού της πραγματικής αξίας των εξαγοραζόμενων μετοχών εντάσσεται στο ζήτημα της αποτίμησης της επιχείρησης, αφού αυτή συνιστά το περιουσιακό όλο και η εταιρική συμμετοχή μέρος αυτού του όλου³⁰⁸. Συνεπώς ο προσδιορισμός της αξίας των υπό εξαγορά μετοχών προϋποθέτει την προηγούμενη αποτίμηση της αξίας της εταιρικής επιχείρησης με βάση παραδεδεγμένες μεθόδους αποτίμησης κατά την οικονομική θεωρία, αντίληψη η οποία έχει υιοθετηθεί προ πολλού από τα ανώτατα Δικαστήρια των ΗΠΑ και της Γερμανίας³⁰⁹.

Έχουμε ήδη αναφέρει πως η αποτίμηση που γίνεται στο πλαίσιο εξαγοράς μιας επιχείρησης, ή εν προκειμένω ενός ποσοστού του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης, θα πρέπει να αποτυπώνει τη δυναμική της επιχείρησης ως ενιαίας λειτουργικής μονάδας, για αυτό το σκοπό η πλέον κατάλληλη μέθοδος αποτίμησης είναι η μέθοδος της ενιαίας αποτίμησης³¹⁰. Η μέθοδος αυτή περιλαμβάνει κατά βάση δύο μοντέλα αποτίμησης. Το πρώτο είναι η αποτίμηση με βάση των προσδοκώμενη οικονομική απόδοση³¹¹, δηλαδή η αποτίμηση με βάση στοιχεία και επιστημονικές παραδοχές, που επιτρέπουν βασίμως τη διατύπωση προγνώσεων ως προς την αναμενόμενη μελλοντική απόδοση που θα έχει η επιχείρηση ως ενιαία οικονομική μονάδα, συμπεριλαμβάνοντας συνεπώς στην αποτιμώμενη αξία της και μελλοντικά σταθερά οφέλη. Το δεύτερο μοντέλο είναι η

³⁰⁷ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 133.

³⁰⁸ Ρόκας, Εμπορικές Εταιρείες, 2012, σελ. παρ. 34.

³⁰⁹ Γουγά, Το ανάλλαγμα κατά την εξαγορά, σελ. 247.

³¹⁰ Σε αντίθεση με την επιμεριστική μέθοδο βάσει της οποίας η εταιρική επιχείρησης αποτιμάται επιμεριστικώς επί τη βάσει κάθε ενός μεμονωμένου στοιχείου. Βλ. Τέλλης, Εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας, σελ. 423.

³¹¹ Το μοντέλο αυτό αποτίμησης υιοθετείται κατά κύριο λόγο στη Γερμανία (Ertragswert).

αποτίμηση σε σημερινές τιμές των μελλοντικών ταμειακών ροών³¹² η οποία λαμβάνει υπόψη της τους εξής παράγοντες :α) την πρόβλεψη του ύψους και του χρόνου δημιουργίας των μελλοντικών καθαρών ταμειακών ροών για μια δεδομένη χρονική περίοδο, β) μια τελική αξία (terminal or residual value) στο τέλος της ανωτέρω περιόδου και γ) το κόστος κεφαλαίου (cost of capital), με το οποίο γίνεται η έκπτωση σε σημερινές τιμές (discount to present value) των μελλοντικών ροών και της τελικής αξίας³¹³. Με άλλα λόγια είναι η μέθοδος αποτίμησης της επιχείρησης δια της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών, όπου με βάση τα δεδομένα της επιχείρησης υπολογίζονται τα αναμενόμενα έσοδα αυτής στο μέλλον και στη συνέχεια ανάγονται στο παρόν με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο³¹⁴. Το δεύτερο αυτό μοντέλο αποτίμησης χρησιμοποιείται ευρύτατα³¹⁵, για το λόγο ότι προσανατολίζεται στο μέλλον και προσπαθεί να αποτυπώσει σε σημερινές αξίες τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης.

Παρότι η επιλογή της μεθόδου αποτίμησης δεν συνιστά νομικό ζήτημα³¹⁶, στην πράξη έχει ιδιαίτερη σημασία για την εξεύρεση της πραγματικής αξίας της εξαγοραζόμενης εταιρικής συμμετοχής, ο προσδιορισμός της οποίας ανατίθεται στη δικαστική κρίση. Για αυτό λόγο και αυτό κρίνεται ορθή η επιλογή του νομοθέτη να προβλέψει τη δυνατότητα διεξαγωγής πραγματογνωμοσύνης.

iv. Ο υπολογισμός του ανταλλάγματος με βάση την χρηματιστηριακή αξία

Στο πλαίσιο του προσδιορισμού της πραγματικής αξίας των εξαγοραζόμενων μετοχών ιδιαίτερη θέση κατέχει το ζήτημα της αποτίμησης τους με βάση τη χρηματιστηριακή τιμή τους, στο μέτρο που το άρθρο 49β (όπως και το αντίστροφο του δικαίωμα κατ' άρθρο 49γ) βρίσκει εφαρμογή και στις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες³¹⁷. Ειδικότερα, τίθεται το ερώτημα κατά πόσο στην περίπτωση αυτή η αξία της

³¹² Discounted cash flow- αυτή η μέθοδος αποτίμησης έχει χαρακτηριστεί από τα αμερικανικά δικαστήρια ως η πλέον αξιόπιστη και ακολουθείται στις περισσότερες περιπτώσεις. Βλ. Γουγά, Το ανάλλαγμα κατά την εξαγορά, σελ. 248 επ. με περαιτέρω παραπομπές σε νομολογία.

³¹³ Γουγά, Το ανάλλαγμα κατά την εξαγορά, σελ. 248 επ..

³¹⁴ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 780 παραπομπή σε Cox/Hazen/O' Neal, ό.π., 603, Schnorbus, ό.π., § 327b dn. 2, Mattes/Graf von Maldeghem, Unternehmensbewertung beim Squeeze Out, BK 2003, 534.

³¹⁵ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 780.

³¹⁶ Μικρούλεα, Ζητήματα αποτίμησης της επιχείρησης, σε 10^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, σελ. 550.

³¹⁷ Σε αντίθεση με το άρθρο 49α.

μετοχής στο χρηματιστήριο θα καθορίσει και τον υπολογισμό της αξίας της μετοχής από το δικαστήριο.

Για το ζήτημα αυτό υποστηρίζονται, όπως θα εκθέσουμε στη συνέχεια, αντίθετες απόψεις.

α. Άποψη υπέρ του υπολογισμού με βάση την χρηματιστηριακή τιμή

Κατά την άποψη αυτή, όταν η ΑΕ είναι εισηγμένη η τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο μπορεί να αντανakλά την πραγματική αξία της μετοχής της και συνεπώς μπορεί να αποτελέσει κριτήριο υπολογισμού του ανταλλάγματος των μετόχων της μειοψηφίας για την αποχώρησή της από την εταιρεία³¹⁸. Αυτό οφείλεται στο ότι η χρηματιστηριακή τιμή στις εισηγμένες εταιρείες αντανakλά την αντίληψη των συναλλαγών με βάση τον κανόνα της προσφοράς και της ζήτησης για την αξία που ενσωματώνει η μετοχή και συνεπώς και για την αξία της εταιρικής συμμετοχής της μειοψηφίας. Η περιουσιακή απώλεια που θα υποστεί ο μέτοχος της μειοψηφίας λόγω της αποχώρησής του από την εταιρεία θα ισούται με την αξία που αναγνωρίζει η οργανωμένη αγορά στη μετοχή³¹⁹. Ταυτόχρονα θεωρείται δίκαιο ο πλειοψηφών μέτοχος να κληθεί να καταβάλλει τίμημα για την εξαγορά των μετοχών, αντίστοιχο με αυτό που θα κατέβαλε ο ίδιος στην χρηματιστηριακή αγορά, για να αποκτήσει τις ίδιες μετοχές. Υπέρ της άποψης αυτή προβάλλεται το επιχείρημα, ότι ο μέτοχος της μειοψηφίας πρέπει να βρεθεί οικονομικά στη θέση που θα βρισκόταν αν επέλεγε να ρευστοποιήσει τη συμμετοχή του μέσω του χρηματιστηρίου σε τιμή χρηματιστηριακή³²⁰.

Περαιτέρω, αν και το μειοψηφικό πακέτο των προς εξαγορά μετοχών δεν θα ξεπερνά το 5%, υποστηρίζεται, ότι στην οργανωμένη αγορά το γεγονός αυτό δεν θα επηρεάσει αρνητικά τη (δίκαιη) διαμόρφωση της χρηματιστηριακής τιμής, καθώς πιθανολογείται ότι οι μετοχές του 95% δεν θα κατέχονται από έναν μόνο αλλά από περισσότερους μετόχους, είτε μέσω συνδεδεμένων επιχειρήσεων ή μέσω συγγενικών

³¹⁸ Στην Γερμανία σύμφωνα με την κρατούσα άποψη γίνεται δεκτός ο υπολογισμός της αξίας των μετοχών της μειοψηφίας με βάση την χρηματιστηριακή αξία. Βλ. απόφαση DAT/Altana, του Συνταγματικού Δικαστηρίου, η οποία έκρινε ότι η συνταγματικώς επιβαλλόμενη πλήρης αποζημίωση του εξερχομένου μετόχου πρέπει να μην υπολείπεται της αγοραίας αξίας των μετοχών, για τον προσδιορισμό της οποίας επί εισηγμένων εταιρειών δέον να λαμβάνεται υπόψη η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών. Γουγά, Το ανάλλαγμα κατά την εξαγορά, σελ. 250.

³¹⁹ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 188, παραπομπή σε BVefG WM 1999, σελ. 1666 επ., Rühland, σελ. 214.

³²⁰ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 188, παραπομπή σε Vetter, ZIP 2000 σελ. 1820, Huber σελ. 100.

προσώπων του πλειοψηφούντος μετόχου, κατά τα παραπάνω. Συνεπώς, δεν θα υπάρχει υπερσυγκέντρωση των μετοχών και «απαγορευτική» μικρή διασπορά, ώστε να ικανοποιούνται κατ' αυτόν τον τρόπο οι κανόνες της προσφοράς και της ζήτησης.

Στο πλαίσιο αυτό, το αντάλλαγμα δεν θα πρέπει να υπερβαίνει ούτε όμως και να υπολείπεται της χρηματιστηριακής αξίας³²¹. Εκτός από εξαιρετικές περιπτώσεις όπου δικαιολογείται ο καταλογισμός ανταλλάγματος σε μικρότερη αξία σε σύγκριση με τη χρηματιστηριακή τιμή όταν αποδεικνύεται πως δεν λειτουργεί ο κανόνας της προσφοράς και της ζήτησης για αυτές τις μετοχές ή σε περιπτώσεις όπου η χρηματιστηριακή τιμή δεν ανταποκρίνεται στην πραγματική αξία που ενσωματώνει η μετοχή³²².

Υποστηρίζεται προς αυτή την κατεύθυνση ότι, όπου ο νομοθέτης θέλησε η αποτίμηση της αξίας των εισηγμένων μετοχών να αποκλίνει από τη χρηματιστηριακή τους αξία, όπως στην περίπτωση του άρθρου 9α παρ. 1 Κ.Ν. 2190/1920, το όρισε ρητά³²³. Διαφορετικά, ισχύει ο γενικός κανόνας αποτίμησης με βάση τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.

β. Δημόσια πρόταση

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να γίνει αναφορά και στους κανόνες για την δημόσια πρόταση εξαγοράς και, ειδικότερα, στο κατά πόσο είναι δεσμευτική η τιμή που ορίζει ο προτείνων σε περίπτωση δημόσιας πρότασης, εν προκειμένω κατ' άρθρο 28 Ν 3461/2006, ως προς την αξιολόγηση του ανταλλάγματος στη διαδικασία του άρθρου 49β. Αν έχει προηγηθεί δημόσια πρόταση εξαγοράς θα εφαρμοστεί το άρθρο 28 Ν 3461/2006, εντός των χρονικών ορίων που η διάταξη θέτει. Σε αυτήν την περίπτωση, όπως έχουμε προαναφέρει, για περίοδο τριών μηνών από τη δημοσίευση των αποτελεσμάτων της δημόσιας πρότασης ο πλειοψηφών μέτοχος υποχρεούται να αποκτήσει χρηματιστηριακά τις μετοχές της μειοψηφίας σε μετρητά στην τιμή που ισούται με το αντάλλαγμα της

³²¹ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 188, παραπομπή 667 σε BVerfG WM 1999 σελ. 1666 επ., Austmann, σε Hoffmann-Becking παρ. 74 Rn 91, Sellmann, WM 2003 σελ. 1547, Schnorbus, σε Schmidt/Lutter, AktG παρ. 327b Rn 3, Gesmann-Nuissl, WM 2002 σελ. 1207- Habersack, ZIP 2001 σελ. 1238, Grunewald, σε Münchener Kommentar AktG nap. 327b Rn 9, Krieger, BB 2002 σελ. 56, Kallmeyer, AG 2000 σελ. 59, Grupp, σελ. 41, Huber, σελ. 72.

³²² Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 188, παραπομπή σε BVerfG WM 1999 a 1666 επ., Rühländ, σελ. 215- Gesmann-Nuissl, WM 2002 σελ. 1207, Habersack, ZIP 2001 σελ. 1238, Krieger, BB 2002 σελ. 56, Schnorbus, m Schmidt/Lutter, AktG παρ. 327b Rn 3, Grupp, σελ. 41 -Huber, σελ. 73, Amberger, σελ. 119- Austmann, σε Hoffmann-Becking παρ. 74 Rn 91.

³²³ Μουζουλας, Ν 3604/2007 για την αναμόρφωση και τροποποίηση του ΚΝ 2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών - κατ' άρθρο ερμηνεία, σελ. 594.

δημόσιας πρότασης³²⁴. Όταν όμως παρέλθει η περίοδος των τριών μηνών, τίθεται ζήτημα κατά πόσο η πρόταση εξαγοράς των μετοχών, κατ' άρθρο 28 Ν 3461/2006, μπορεί να αποτελεί κριτήριο υπολογισμού του δίκαιου ανταλλάγματος των μετοχών κατ' άρθρο 49β σε συνδυασμό με το άρθρο 49α.

Εφόσον γίνει δεκτή η άποψη, υπέρ του υπολογισμού του ανταλλάγματος βάσει της χρηματιστηριακής αξίας και εν γένει της αξίας που αναγνωρίζει στη μετοχή η οργανωμένη αγορά, υποστηρίζεται τότε ότι ορθότερο είναι το δικαστήριο να πρέπει να συνυπολογίσει στη διαμόρφωση του ανταλλάγματος και την τιμή προσφοράς που είχε γίνει από τον προτείνοντα και πλέον πλειοψηφούντα μέτοχο³²⁵.

Τέλος στο σημείο αυτό πρέπει να σημειωθεί πως η παραπάνω άποψη προβάλλει επιχειρήματα και υπέρ του συνυπολογισμού της χρηματιστηριακής τιμής και με βάση όσα ισχύουν περί δημοσίων προσφορών³²⁶. Λαμβάνοντας υπόψη, ότι:

α) ο υπολογισμός του δίκαιου και εύλογου του ανταλλάγματος για τις διατάξεις σχετικά με τη δημόσια προσφορά στηρίζεται σε διατάξεις κοινοτικού δικαίου, β) οι διατάξεις σχετικά με τη δημόσια προσφορά είναι ειδικότερες της διάταξης του άρθρου 49β ως προς τον υπολογισμό της δίκαιης τιμής, ως αφορώσες αποκλειστικά εισηγμένες εταιρίες, γ) υπάρχει ρητή επιφύλαξη περί της εφαρμογής των διατάξεων σχετικά με τη δημόσια προσφορά στην παρ. 1 του άρθρου 49β, δ) ο σκοπός των ανωτέρω διατάξεων είναι ταυτόσημος με αυτόν του άρθρου 49β, και ε) η ασφάλεια δικαίου και η οικονομία της δίκης επιτάσσει την ταυτόσημη ρύθμιση ουσιωδώς ισοδύναμων καταστάσεων, θα πρέπει να γίνει δεκτή η αναλογική εφαρμογή των διατάξεων για τον καθορισμό του

³²⁴ Βλ. παραπάνω σελ. 29.

³²⁵ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 189.

³²⁶ Ο επιχειρηματίας αντλείται από το γεγονός ότι στις περιπτώσεις α) του άρθρου 7 του Ν 3461/2006, όπου προβλέπεται η υποχρεωτική δημόσια πρόταση σε περίπτωση απόκτησης του ελέγχου μιας εισηγμένης εταιρίας, β) του άρθρου 30 του Ν 3461/2006, όπου προβλέπεται η προηγούμενη υποχρεωτική δημόσια πρόταση σε περίπτωση μετασχηματισμού που θα έχει ως συνέπεια την απόκτηση από τους μετόχους μη εισηγμένων μετοχών, και γ) του άρθρου 28 του Ν 3461/2006, όπου προβλέπεται ανάλογο δικαίωμα εξόδου των μετόχων της μειοψηφίας με τη μόνη διαφορά ότι η υπέρβαση του εκεί προβλεπόμενου ορίου του 90% του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφου του μετοχικού κεφαλαίου της εισηγμένης εταιρίας οφείλεται σε δημόσια πρόταση, όπου προβλέπεται αντίστοιχη προστασία με αυτή του άρθρου 49β του Κ.Ν. 2190/1920, υπάρχει ρητή πρόβλεψη δίκαιου και εύλογου ανταλλάγματος αναγνωρίζεται ένας καθολικός τρόπος αποτίμησης της δίκαιης τιμής για εισηγμένες εταιρίες και μια πρόθεση του νομοθέτη για ενιαίο καθορισμό ουσιωδώς ισοδύναμων καταστάσεων. Βλ. αναλυτικά Κουλορίδας, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 573 επ. Αντίθετος στην άποψη αυτή ο Μούζουλας, Ν 3604/2007 για την αναμόρφωση και τροποποίηση του Κ.Ν. 2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών - κατ' άρθρο ερμηνεία, σελ. 596, ο οποίος υποστηρίζει ότι η αναλογική εφαρμογή των διατάξεων για τις δημόσιες προτάσεις δε βρίσκει κανένα στήριγμα στο νόμο, καθώς αυτές εγγράφονται σε ένα τελείως διαφορετικό πλέγμα αρχών και κανόνων, από εκείνων που διαγράφουν αντίστοιχοι κανόνες που διέπουν το άρθρο 49β. η ενότητα δε της ρύθμισης του υπολογισμού του ανταλλάγματος υποδηλώνει τη βούληση της κοινής αντιμετώπισης όλων των περιπτώσεων, αντίστροφα δε, την έλλειψη της βούλησης εφαρμογής ενός άλλου τρόπου υπολογισμού του ανταλλάγματος.

δίκαιου ανταλλάγματος, με δεδομένο ότι το άρθρο 49β, δεν προβλέπει υποχρεωτικές ειδικότερες διατάξεις ως προς τον υπολογισμό του τιμήματος.

Κατά συνέπεια, το δίκαιο αντάλλαγμα στην περίπτωση εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών μετοχών στην περίπτωση άσκησης του δικαιώματος του άρθρου 49β³²⁷, θα πρέπει να υπολογίζεται στην υψηλότερη από τις κάτωθι τιμές³²⁸:

(α) από τη μέση χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών της εταιρίας κατά τους έξι (6) μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας που ο πλειοψηφών μέτοχος απέκτησε το 95% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας,

(β) από την υψηλότερη τιμή στην οποία απέκτησε ο πλειοψηφών μέτοχος μετοχές κατά τους δώδεκα (12) μήνες που προηγούνται της ημερομηνίας απόκτησης του 95% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας,

(γ) από την τιμή, ή σε περίπτωση εύρους τιμών τη μέση τιμή, την οποία προσδιορίζει ως εύλογη αξία της μετοχής της εταιρίας ο πραγματογνώμονας που δύναται να ορίσει το δικαστήριο.

γ. Άποψη κατά του υπολογισμού με βάση την χρηματιστηριακή αξία

Υποστηρίζεται όμως και η αντίθετη άποψη, κατά την οποία, η προσφυγή στη χρηματιστηριακή αξία στο πλαίσιο του αρ. 49β είναι πολλαπλώς προβληματική³²⁹.

Η άποψη αυτή δεν δέχεται την αξιολόγηση της αξίας της μετοχής στην αξία που έχει αυτή στο χρηματιστήριο και βασίζεται, κυρίως, στο επιχείρημα ότι η χρηματιστηριακή αξία στην προκειμένη περίπτωση δεν είναι κατά κανόνα ενδεικτική της πραγματικής αξίας των μετοχών της επιχείρησης, καθώς λόγω της μικρής διασποράς των μετοχών, εξ αιτίας του συμπαγούς πλειοψηφικού πακέτου του 95% και πλέον του μετοχικού κεφαλαίου, ο όγκος των συναλλαγών θα είναι περιορισμένος, πράγμα που επιδρά αρνητικά στην αντανάκλαση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης στη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της³³⁰. Μάλιστα στοιχεία υπέρ της μη αντικειμενικής

³²⁷ Κατά αναλογική εφαρμογή των διατάξεων των άρθρων 9 του Ν 3461/2006, 2 της απόφασης ΕΚ 1/4/2007 και 4 της απόφασης ΕΚ 17/427/2007.

³²⁸ Κουλορίδας, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 574.

³²⁹ Κουλορίδας, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 571 επ., Τέλλης, Εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας, σελ. 423, Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 190 επ.

³³⁰ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 779, βλ. Κουλορίδα, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 571. Η άποψη ότι η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή μιας εισηγμένης εταιρίας είναι πάντοτε δίκαιη ή αντικατοπτρίζει πάντοτε την πραγματική αξία μιας διαπραγματεύσιμης σε οργανωμένη αγορά μετοχής παραβλέπει ότι η διαμόρφωση της χρηματιστηριακής τιμής δεν συνάδει απαραίτητα με την εσωτερική-λογιστική αξία της εν λόγω μετοχής.

διαμόρφωσης της τιμής είναι πως η προσφορά και η ζήτηση των μετοχών στο χρηματιστήριο επηρεάζεται από την ίδια τη διαδικασία εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας. Είναι λογικό, ότι η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία των εξαγοραζόμενων μετοχών να έχει ήδη συμπεσθεί και εξαιτίας του γεγονότος ότι σε αυτή θα αντικατοπτρίζονται οι κίνδυνοι που σχετίζονται με τη συγκέντρωση του 95% του μετοχικού κεφαλαίου υπό ενιαίο έλεγχο και ιδίως, ο κίνδυνος οικειοθελούς εξόδου της εταιρείας από το χρηματιστήριο σύμφωνα με το άρθρο 17 Ν. 3371/2005³³¹. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα η αξία της μετοχής να μην διαμορφώνεται με δίκαιους όρους και να μην αντανakλά την πραγματική αξία της μετοχής³³².

Εξάλλου είναι γεγονός ότι η τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο διαμορφώνεται λιγότερο με βάση πραγματικά οικονομικά στοιχεία και περισσότερο με βάση κάποιους αστάθμητους παράγοντες, που μπορεί να σχετίζονται με κερδοσκοπικά κριτήρια των αγοραστών, τυχαία γεγονότα, πρόσκαιρα οικονομικά δεδομένα αλλά και φήμες ή συναισθηματικά κριτήρια των συμμετεχόντων στην αγορά³³³. Με βάση τα παραπάνω στοιχεία ενδέχεται, σύμφωνα με την άποψη αυτή, η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής να μην αντανakλά την πραγματική της αξία, αλλά την άποψη που έχουν οι δυνάμεις της αγοράς γι' αυτήν και συνήθως επηρεάζεται και από άλλες συγκυριακές παραμέτρους³³⁴. Ως εκ τούτου εάν το αντάλλαγμα υπολογισθεί με βάση την τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο μπορεί, είτε ο μέτοχος της μειοψηφίας να λάβει τίμημα μικρότερο για τις μετοχές του, είτε να επιβαρυνθεί δυσανάλογα και άδικα ο πλειοψηφών μέτοχος καταβάλλοντας υπερβολικό τίμημα απόκτησης του μειοψηφικού πακέτου μετοχών³³⁵.

Επιπλέον, σε θεωρητικό επίπεδο, η χρηματιστηριακή τιμή αντανakλά την πραγματική αξία μιας επιχείρησης, όταν η αγορά λειτουργεί υπό ιδανικές συνθήκες, δηλαδή με βάση τον κανόνα της προσφοράς και της ζήτησης, σε καθεστώς πλήρους ενημέρωσης και διαφάνειας, απαλλαγμένη από καταχρηστικές πρακτικές, που επηρεάζουν τεχνητά την τιμή, και χωρίς συγκυριακά περιστατικά, που προκαλούν

³³¹ Τέλλης, Εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας, σελ. 423, Κουλορίδας, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 571 επ.

³³² Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 190.

³³³ Πρβλ. Ρόκα, Εμπορικές Εταιρείες, 2012, παρ. 34 αρ. 3. Βλ. και Κουλορίδας, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 572, που αναφέρει πως δημιουργούνται ζητήματα σύγκρουσης συμφερόντων και άρσης της ίσης μεταχείρισής των μετόχων.

³³⁴ Έτσι και Κοκκίνης, σε ΔικΑΕ άρθρο 11α αρ. 35. Το Γερμανικό Ακυρωτικό Δικαστήριο δεν δέχθηκε πως διασπορά 3-5% επιτρέπει αντικειμενική διαμόρφωση της τιμής της μετοχής, BGH WM 2001 σελ. 856. Βλ. Βερβεσό, ΔικΑΕ, άρθρο 11^α, αρ. 38.

³³⁵ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 191.

πρόσκαιρες στρεβλώσεις³³⁶. Ωστόσο οι ιδανικές αυτές συνθήκες απουσιάζουν όχι μόνο σε εταιρίες με χαμηλή διασπορά και εμπορευσιμότητα μετοχών, όπως είναι οι εταιρείες στις οποίες θα εφαρμοσθεί το άρθρο 49β, αλλά και σχεδόν σε όλες τις αγορές και ειδικά σε χρηματιστηριακές αγορές με μικρό βάθος, όπως είναι το Χρηματιστήριο Αθηνών³³⁷.

Βέβαια, ακόμη και αν θελήσει κανείς να λάβει υπόψη του τη χρηματιστηριακή τιμή, υπάρχουν πολλά ανοικτά ζητήματα, όπως π.χ. ποιο διάστημα θα ληφθεί υπόψη για τον υπολογισμό της χρηματιστηριακής τιμής, ποιός ημέρας ή διάρκειας ημερών η χρηματιστηριακή αξία θα ληφθεί ως βάση για τον υπολογισμό³³⁸, δεδομένου ότι η χρηματιστηριακή αξία αναπροσαρμόζεται καθημερινά. Άλλωστε, ακόμα και αν τεθεί ως βάση υπολογισμού η τιμή σε μία συγκεκριμένη ημέρα ή σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα ημερών είναι πιθανό να εμφανισθούν τάσεις κερδοσκοπίας και χειραγώγησης της τιμής της μετοχής προς όφελος του πλειοψηφούντος μετόχου ή και της μειοψηφίας.

Όλα αυτά βέβαια δεν σημαίνουν, ότι η χρηματιστηριακή τιμή, όπου υπάρχει, δεν θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη, αλλά ότι θα πρέπει να συνεκτιμηθεί και μάλιστα ως το κατώτερο όριο υπολογισμού της αξίας της μετοχής μιας επιχείρησης³³⁹. Υποστηρίζεται ότι κάθε άλλη εκδοχή δεν θα είχε νόημα και από πρακτική σκοπιά, και θα περιόριζε αισθητά την παρεχόμενη στους μετόχους της μειοψηφίας προστασία στην περίπτωση των εισηγμένων εταιριών, καθώς εάν η χρηματιστηριακή τιμή ήταν το αποφασιστικό κριτήριο, η μειοψηφία θα μπορούσε απλά να εκποιήσει της μετοχές χρηματιστηριακά στην τρέχουσα τιμή χωρίς να χρειάζεται να ασκήσει δικαστικά το δικαίωμα εξαγοράς της από την πλειοψηφία³⁴⁰.

Τέλος, υποστηρίζεται σχετικά με τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες, πως ούτε το προσφερόμενο τίμημα κατά τη δημόσια πρόταση εξαγοράς πρέπει να αποτελέσει κριτήριο διαμόρφωσης της αξίας της μετοχής, σύμφωνα με την οποία θα υπολογισθεί το δίκαιο αντάλλαγμα του μέτοχου της μειοψηφίας. Και τούτο διότι ο προτείνων προκειμένου να προσελκύσει στο σύντομο χρονικό διάστημα την πλειοψηφία των

³³⁶ Γεωργακόπουλος, Χρηματιστηριακό και Τραπεζικό Δίκαιο, 1999, σελ. 7 επ.

³³⁷ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 779.

³³⁸ Και η γερμανική νομολογία και θεωρία που υποστηρίζουν τον υπολογισμό με βάση την χρηματιστηριακή αξία σε αρκετές περιπτώσεις δεν έχουν λάβει διαφανή θέση σχετικά με το χρονικό σημείο της χρηματιστηριακής αξίας, που θα τεθεί ως βάση υπολογισμού. Βέβαια, το Γερμανικό Ακυρωτικό έκανε λόγο για τη μέση τιμή του τελευταίου τριμήνου πριν την ημέρα υπολογισμού της αξίας που έχει η μετοχή. Πάντως υποστηρίχθηκε σθεναρά, πως η τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο στο χρονικό διάστημα μετά την εκδήλωση της δημόσιας πρότασης εξαγοράς, δεν πρέπει να λαμβάνεται υπόψη.

³³⁹ Σωτηρόπουλος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β, σελ. 779. Το ότι η χρηματιστηριακή τιμή αποτελεί το ελάχιστο όριο αποζημίωσης του εξερχομένου μετόχου συνιστά την κρατούσα μέχρι σήμερα άποψη στο γερμανικό δίκαιο, βλ. παραπάνω απόφαση DAT/Altana του Συνταγματικού Δικαστηρίου.

³⁴⁰ Κουλορίδας, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β, σελ. 572.

μετόχων, για να συγκεντρώσει την απαραίτητη πλειοψηφία, προσφέρει αντάλλαγμα υψηλότερο από αυτό που θα διαμορφωνόταν με βάση τον κανόνα της προσφοράς και της ζήτησης, με αποτέλεσμα στη δημόσια πρόταση να διαμορφώνεται τίμημα υψηλότερο της χρηματιστηριακής και της πραγματικής αξίας που ενσωματώνει η μετοχή. Όμως η τιμή αυτή δεν αποτελεί ούτε την λογική και πραγματική αξία της μετοχής ούτε και τη δίκαιη τιμή για το μέτοχο της μειοψηφίας. Το τελευταίο ισχύει, ιδίως, αν αυτός αρχικώς απέρριψε την πρόταση εξαγοράς και κατόπιν επικαλείται την εφαρμογή του άρθρου 49β και υπολογίζει το αντάλλαγμα με βάση την αρχική τιμή προσφοράς του προτείνοντος³⁴¹.

δ. Συμπέρασμα ως προς τον υπολογισμό με βάση την χρηματιστηριακή αξία

Συμπερασματικά, θα μπορούσαμε να υποστηρίξουμε ότι η χρηματιστηριακή αξία πρέπει να λαμβάνεται υπόψη από το δικαστή κατά τον υπολογισμό του ανταλλάγματος προς το μέτοχο της μειοψηφίας για τη μεταβίβαση των μετοχών του. Η αγορά με τους κανόνες της προσφοράς και της ζήτησης έχει πιο ευαίσθητα ή και πιο έμπειρα κριτήρια ως προς την αντικειμενική αξιολόγηση της τιμής της μετοχής. Η τιμή που αποδίδει η οργανωμένη αγορά υπό συνθήκες εύρυθμης και ομαλής λειτουργίας παρέχει εχέγγυο αξιοπιστίας τόσο για τον εξαγοράζοντα όσο και για το μέτοχο της μειοψηφίας. Ωστόσο, ο δικαστής δεν πρέπει να δεσμεύεται από την χρηματιστηριακή αξία, σε περίπτωση που κρίνει βάσιμα, ότι αυτή όχι απλά δεν αντανακλά την πραγματική αξία της μετοχής αλλά απέχει αυτής δυσανάλογα.

Η άποψη, δε, ότι η χρηματιστηριακή τιμή πρέπει να αποτελεί το κατώτατο όριο για την αξιολόγηση της πραγματικής αξίας μπορεί να εφαρμοσθεί μόνο όταν συντρέχουν συνθήκες εύρυθμης λειτουργίας της ελεύθερης και οργανωμένης αγοράς κινητών αξιών, με αποτέλεσμα η χρηματιστηριακή τιμή να αντικατοπτρίζει την πραγματική αξία της μετοχής. Εφόσον δεν συντρέχουν αυτές οι συνθήκες, η χρηματιστηριακή τιμή δεν πρέπει ούτε ως ελάχιστο όριο να τίθεται για τον υπολογισμό της αξίας της μετοχής.

Σε κάθε περίπτωση, ορθότερο είναι ο δικαστής να προβεί στη διαπίστωση της πραγματικής αξίας της μετοχής στο πλαίσιο της ελεύθερης εκτίμησης του αποδεικτικού υλικού που τίθεται υπόψη του, συνεκτιμώντας και την χρηματιστηριακή αξία της μετοχής. Ιδίως η μέση χρηματιστηριακή τιμή σε μεγάλο βάθος χρόνου θα αποτελεί

³⁴¹ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 192.

αξιόπιστο κριτήριο για τον υπολογισμό της πραγματικής αξίας της μετοχής, εφόσον η συγκεκριμένη αγορά έχει βάθος και τέτοια οργάνωση και πλήρη λειτουργία των κανόνων προσφοράς και ζήτησης ώστε να υπάρχουν οι κατάλληλες συνθήκες για την αντικειμενική και εύλογη διαμόρφωση της χρηματιστηριακής τιμής σε τέτοια επίπεδα, ώστε να αντανακλά αυτή τη δίκαιη και πραγματική αξία της μετοχής.

Συνεπώς, ο δικαστής πρέπει να αντλήσει όλες εκείνες τις αναγκαίες, κατά τα παραπάνω, πληροφορίες που θα του επιτρέψουν στο πλαίσιο της δικανικής κρίσης του να αποτιμήσει την αξία της εξαγοραζόμενης μειοψηφικής συμμετοχής και να καθορίσει το ύψος του οφειλόμενου εκ μέρους του εξαγοράζοντος ανταλλάγματος.

Δ. Όροι καταβολής ανταλλάγματος

Στην απόφαση που θα εκδοθεί επί της αγωγής του μετόχου μειοψηφίας, σύμφωνα με το άρθρο 49^α, πρέπει να ορίζονται και οι όροι καταβολής του ανταλλάγματος. Το άρθρο βέβαια δεν προβλέπει συγκεκριμένη διαδικασία καταβολής, σε αντίθεση με το άρθρο 49γ, όπου προβλέπεται η κατάθεση του ποσού της εξαγοράς σε πιστωτικό ίδρυμα και η πληρωμή μέσω αυτού. Όμως απόφαση πρέπει να λαβαίνει υπόψη της την οικονομική κατάσταση τόσο του μετόχου μειοψηφίας όσο και τις οικονομικές δυνατότητες του εξαγοράζοντος πλειοψηφούντος μετόχου, προκειμένου να προσδιορίσει τους όρους καταβολής του ανταλλάγματος για την εξαγορά των μετοχών (π.χ. καταβολή του ανταλλάγματος σε δόσεις). Ακόμα θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη το ύψος του επιδικασθησόμενου ανταλλάγματος και ο αριθμός των μετοχών, καθώς δεν αποκλείεται ο εξαγοράζων μέτοχος να μην είναι σε θέση να αποπληρώσει ένα υψηλό τίμημα εξαγοράς των μετοχών. Αντίθετα εάν το τίμημα της εξαγοράς των μετοχών είναι ασήμαντο, θα πρέπει οι όροι καταβολής να είναι τέτοιοι ώστε η καταβολή να γίνεται με εύκολο και άμεσο τρόπο³⁴².

Σε ότι αφορά τη μορφή που θα λάβει το καταβλητέο ανάλλαγμα παρατηρείται ότι από το γράμμα αλλά και το πνεύμα της διάταξης δεν προκύπτει δυνατότητα πρόβλεψης στην απόφαση ανταλλάγματος που δεν θα είναι σε μετρητά³⁴³. Δεν απαγορεύεται βέβαια τα μέρη να συμφωνήσουν εξωδικαστικά άλλο ανάλλαγμα σε είδος, πάγια περιουσιακά στοιχεία, κινητές αξίες, χρεόγραφα.

³⁴² Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 133.

³⁴³ Τέλλης, Εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας, σελ. 427.

Αντίθετα, το δικαστήριο δεν μπορεί να ενσωματώσει όρο πληρωμής που δεν προβλέπει την καταβολή σε μετρητά. Αυτό συνάγεται από την παρ. 4 εδ. γ', όπου γίνεται λόγος για τίμημα που προσδιορίζεται από το δικαστήριο. Συνεπώς, το δικαστήριο επιτρέπεται να καταδικάσει τον πλειοψηφούντα μέτοχο μόνο σε καταβολή χρημάτων, δηλαδή συγκεκριμένου τιμήματος απόκτησης των μετοχών, και δεν μπορεί να περιλάβει στο διατακτικό της εκδοθησόμενης απόφασης καταδίκη σε παράδοση άλλων κινητών αξιών.

Τέλος, η απόφαση θα προβλέπει ως υπόχρεο πληρωμής τον πλειοψηφούντα μέτοχο (ή και τους μετόχους το ποσοστό των οποίων προστίθεται στο ποσοστό του τελευταίου, κατά τα ανωτέρω) και ως δικαιούχο το μέτοχο μειοψηφίας. Κάθε άλλη ρύθμιση είναι δυνατή μόνο εξωδικαστικά με βάση σχετική συμφωνία των μερών.

Ε. Άρνηση ύψους ανταλλάγματος από μέτοχο

Στην παρ. 4 εδ. γ' του άρθρου 49α προβλέπεται, πως αν οι ενάγοντες μέτοχοι δεν αποδέχονται το τίμημα που προσδιορίζεται από το δικαστήριο, μπορούν να αρνηθούν την εξαγορά. Σε αυτήν την περίπτωση όμως επιβαρύνονται με τα έξοδα της δίκης για τον προσδιορισμό της αξίας των μετοχών τους³⁴⁴.

Με τον τρόπο αυτό, δίνεται η δυνατότητα στον μέτοχο μειοψηφίας όχι απλά να αποκρούσει την εξαγορά των μετοχών του με τίμημα άδικο ή μη αποδεκτό από τον ίδιο³⁴⁵, αλλά επιδιώκεται να του δοθεί η δυνατότητα να αλλάξει γνώμη και να ανακαλέσει εμπράκτως την επιθυμία του να αποχωρήσει από την εταιρεία.

Περαιτέρω με την επιβολή των δικαστικών εξόδων³⁴⁶, σε βάρος του ενάγοντος μετόχου, ο τελευταίος όταν επιδιώξει την κίνηση του μηχανισμού εξόδου του από την ΑΕ και εξαγοράς των μετοχών του θα πρέπει να είναι απόλυτα πεπεισμένος για την απόφασή του αυτή. Αποτρέπεται κατ' αυτόν τον τρόπο η καταχρηστική κίνηση της διαδικασίας ή με κριτήρια που ο νομοθέτης δεν δικαιολογεί για τη θέσπιση του θεσμού της εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας. Ο μέτοχος μειοψηφίας δεν δικαιούται να οδηγεί τον πλειοψηφούντα μέτοχο σε δικαστικές διαμάχες κατά τρόπο εκβιαστικό ούτε να τον

³⁴⁴ Η διάταξη αυτή δεν εφαρμόζεται σε περίπτωση που ο μέτοχος δεν αποδεχθεί το ύψος του ανταλλάγματος και ζητήσει εκδίκαση της υπόθεσης και σε δεύτερο βαθμό.

³⁴⁵ Ο μέτοχος ούτως ή άλλως έχει τη δυνατότητα να προσφύγει σε δευτεροβάθμιο δικαστήριο και να ζητήσει αύξηση του ανταλλάγματος εξαγοράς των μετοχών του λόγω εσφαλμένης κρίσης του πρωτοβάθμιου δικαστηρίου.

³⁴⁶ Στα έξοδα αυτά περιλαμβάνονται εν γένει οι δικαστικές δαπάνες των μερών και όχι μόνο τα έξοδα της γνωμοδότησης για την εκτίμηση της αξίας της εταιρικής συμμετοχής.

αναγκάζει σε άσκοπες δικαστικές δαπάνες, ενώ ο ίδιος μετά αλλάζει γνώμη, καθώς σε μια τέτοια περίπτωση τελικώς θα επιβαρυνθεί ο ίδιος με τις δικαστικές δαπάνες³⁴⁷.

ΣΤ. Η προσβολή της απόφασης

Ο κάθε λόγος ακυρότητας της εκδοθείσας απόφασης μπορεί να είχε αποτελέσει ισχυρισμό του πλειοψηφούντος μετόχου κατά την εκδίκαση σε πρώτο βαθμό της αγωγής του μετόχου της μειοψηφίας. Οι ισχυρισμοί δικονομικού και ουσιαστικού δικαίου που έχει κάθε διάδικος σε μια δίκη μπορούν να προβληθούν και ως λόγοι προσβολής της απόφασης που θα εκδοθεί σύμφωνα με το άρθρο 49β³⁴⁸.

Ι. Αμφισβήτηση προϋποθέσεων γέννησης του δικαιώματος εξαγοράς

Ο πιο εύκολος ισχυρισμός περί ελαττωματικότητας της απόφασης που έχει εκδοθεί είναι πως δεν συντρέχουν οι προϋποθέσεις γέννησης του δικαιώματος του μετόχου, προκειμένου αυτός να ζητήσει την καταδίκη του πλειοψηφούντος μετόχου σε εξαγορά των μετοχών του. Αυτό μπορεί να οφείλεται α) στον μη ορθό υπολογισμό του ποσοστού του πλειοψηφούντος μετόχου, είτε ο υπολογισμός αφορά στον ίδιο είτε ο υπολογισμός αφορά στις συνδεδεμένες με αυτόν επιχειρήσεις και τα στενά μέλη της οικογενείας του, β) στην έλλειψη της ενεργητικής ή και παθητικής νομιμοποίησης των διαδίκων π.χ. όταν η αγωγή ασκήθηκε από πρόσωπο που κατά την άσκηση ή την εκδίκαση της αγωγής δεν είχε την ιδιότητα και τα χαρακτηριστικά του μετόχου³⁴⁹ ή και ο μέτοχος κατά τη συζήτηση της αγωγής δεν είχε την κυριότητα επί των μετοχών του³⁵⁰, γ) στην πάροδο της προθεσμίας των πέντε ετών μέχρι την κατάθεση και επίδοση της αγωγής του μετόχου της μειοψηφίας.³⁵¹

Επίσης η εκδοθείσα απόφαση μπορεί να προσβληθεί με το σκεπτικό πως για τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο, όπου κατατέθηκε η αγωγή εφαρμοστέα ήταν η διάταξη του άρθρου 28 του Ν 3461/2006 και όχι του άρθρου 49β.

³⁴⁷ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 135.

³⁴⁸ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 193.

³⁴⁹ Σε αυτήν την περίπτωση ελλείπει τα έννομο συμφέρον του διαδίκου-ενάγοντα ως προϋπόθεση συνέχισης της δίκης Βλ. πάντως και άρθρα 225 ΚΠολΔ. Αν ο ενάγων-μέτοχος είχε την κυριότητα κατά την κατάθεση της αγωγής, την απώλεσε ενδιάμεσα και μέχρι τη συζήτηση της αγωγής την επανέκτησε δεν δημιουργείται πρόβλημα καθώς διαφορετική αντιμετώπιση του ζητήματος θα ήταν τυπολατρική.

³⁵⁰ Εφ Αθηνών 1716/2016.

³⁵¹ Στην περίπτωση αυτή όμως ο λόγος αφορά όχι στη μη γέννηση του δικαιώματος αλλά στη μη διατήρησή του.

II. Αμφισβήτηση ύψους ανταλλάγματος

Ένας άλλος λόγος προσβολής της απόφασης που θα εκδοθεί είναι και αυτός που αφορά στην εκατέρωθεν αμφισβήτηση του ύψους του ανταλλάγματος για την εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας. Ο πλειοψηφών μέτοχος μπορεί να θεωρήσει το ύψος υπερβολικό, μη δίκαιο και απέχον από την πραγματική αξία της εταιρικής περιουσίας και της αξίας που ενσωματώνει η μετοχή. Το ίδιο μπορεί να συμβεί και με το μέτοχο μειοψηφίας, ο οποίος, όπως προαναφέραμε, εκτός από το δικαίωμα να αρνηθεί την εξαγορά σε περίπτωση που κρίνει μη ικανοποιητικό το ύψος του ανταλλάγματος, σύμφωνα με το άρθρο 49 παρ. 4 εδ. γ' έχει και το θεμελιώδες δικαίωμα προσβολής της απόφασης ως λανθασμένης στο τμήμα του διατακτικού της που αφορά στο ύψος του ανταλλάγματος για την εξαγορά των μετοχών του³⁵².

Z. Καταχρηστική άσκηση δικαιώματος

Όπως επισημαίνουμε και στην εισαγωγή της παρούσας εργασίας, σε πολλές περιπτώσεις η πλειοψηφία διοικεί την εταιρία σύμφωνα με τα προσωπικά της συμφέροντα, χωρίς να λαμβάνει υπόψη εύλογα συμφέροντα της μειοψηφίας ούτε τα πραγματικά συμφέροντα της εταιρίας³⁵³. Από την άλλη όμως πλευρά δεν μπορεί να αμφισβητηθεί και ότι πολλές φορές η μειοψηφία δεν ασκεί τα δικαιώματα της σύμφωνα με τον σκοπό τους αλλά με κακόβουλη πρόθεση ή με πρόθεση να εκβιάσει την πλειοψηφία ή να δημιουργήσει προσκόμματα στην ομαλή λειτουργία της εταιρίας.

Από τι στιγμή που ο νομοθέτης δεν προέβλεψε στην περίπτωση του άρθρου 49β ως προϋπόθεση το ασύμφορο της παραμονής του μετόχου στην εταιρεία, σε αντίθεση με την περίπτωση του άρθρου 49α³⁵⁴, πρέπει να εξεταστεί κατά πόσο και σε ποιες περιπτώσεις μπορεί το εν λόγω δικαίωμα του μετόχου της μειοψηφίας να ασκηθεί καταχρηστικά³⁵⁵.

³⁵² Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 139.

³⁵³ Όπως έχει επισημανθεί από τον Νικόλαο Ρόκα, «η προστασία της μειοψηφίας κατά της παντοδυναμίας της πλειοψηφίας είναι από τα δυσχερέστερα προβλήματα του δικαίου της ΑΕ.

³⁵⁴ Η εξέταση της ύπαρξης αυτής της προϋπόθεσης στο άρθρο 49α απομειώνει την πιθανότητα να ασκηθεί καταχρηστικά το δικαίωμα αποχώρησης από την ΑΕ, καθώς η κατάφαση του ασύμφωρου της παραμονής ενέχει στοιχεία που αποκλείουν την καταχρηστικότητα.

³⁵⁵ Βλ. για την καταχρηστική άσκηση των δικαιωμάτων της μειοψηφίας σε Δρακόπουλο, σε ΔικΑΕ άρθρο 39 αρ. 19.

Το ενδεχόμενο αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία υπό το πρίσμα της έλλειψης νομοθετικής πρόβλεψης σχετικά με την αποτροπή καταχρηστικής άσκησης ενός δικαιώματος της μειοψηφίας³⁵⁶. Παρατηρείται σε κάθε περίπτωση, πως η εφαρμογή του άρθρου 49β είναι τόσο περιορισμένη εκ των προϋποθέσεων που τίθενται, ώστε καταχρηστική άσκηση του δικαιώματος της μειοψηφίας να μπορεί να προκύψει ουσιαστικά, κυρίως, στην περίπτωση που ο πλειοψηφών μέτοχος έχει μόνο για μικρό χρονικό διάστημα αποκτήσει κατά την έννοια του άρθρου 49β το απαραίτητο ποσοστό επί του μετοχικού κεφαλαίου που οδηγεί στην θεμελίωση του δικαιώματος της μειοψηφίας να αποχωρήσει από την εταιρεία³⁵⁷.

Έτσι, είναι πιθανό ο πλειοψηφών μέτοχος να έχει αποκτήσει το απαραίτητο ποσοστό επί του μετοχικού κεφαλαίου μόνο σε ένα μεταβατικό στάδιο και για πολύ μικρό χρονικό διάστημα³⁵⁸. Επίσης ενδεχόμενο είναι να έχει αποκτήσει ο πλειοψηφών μέτοχος μετοχές που μετά από λίγες μέρες τις μεταβίβασε σε τρίτο πρόσωπο³⁵⁹. Συνεπώς ανακύπτουν δύο ζητήματα α) αν η πλήρωση της προϋπόθεσης του απαραίτητου ποσοστού επί του μετοχικού κεφαλαίου μόνο για μικρό χρονικό διάστημα μπορεί να αφαιρέσει το δικαίωμα του μετόχου της μειοψηφίας για αποχώρηση και β) αν σε μια τέτοια περίπτωση μπορεί να θεωρηθεί ότι η μειοψηφία ασκεί καταχρηστικά το δικαίωμα της. Ο προβληματισμός εντείνεται στην περίπτωση που λάβει χώρα άμεση κατάθεση και άμεση επίδοση της αγωγής από το μέτοχο της μειοψηφίας ακόμα και λίγες μέρες μετά την απόκτηση του ποσοστού από τον πλειοψηφούντα μέτοχο.

Απάντηση ως προς τα ως άνω ζητήματα μπορεί να δοθεί από το γράμμα του άρθρου 49β. Στο άρθρο αυτό αναφέρεται πως ο πλειοψηφών μέτοχος πρέπει να έχει αποκτήσει και να «διατηρεί» το απαραίτητο ποσοστό στο μετοχικό κεφάλαιο. Συνεπώς είτε εκ του άρθρου 49β Κ.Ν. 2190/1920 σε συνδυασμό με το άρθρο 281 ΑΚ είτε και μόνο εκ του άρθρου 49β μπορεί να υποστηριχθεί το εξής : Είτε πως ο μέτοχος της μειοψηφίας έσπευσε να ασκήσει ένα δικαίωμα που ακόμα δεν γεννήθηκε πλήρως καθώς δεν «διατήρησε» το απαραίτητο ποσοστό ο πλειοψηφών μέτοχος, είτε πως το δικαίωμα αυτό θεμελιώθηκε αλλά καταχρηστικά ασκείται. Το τελευταίο βασίζεται στο επιχείρημα, πως

³⁵⁶ Βλ. για το ζήτημα αυτό σε Σπυρίδωνος, σε ΔικΑΕ Παράρτημα άρθρων 39-40ε αρ. 136.

³⁵⁷ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 194.

³⁵⁸ Π.χ. ο πλειοψηφών μέτοχος να έχει αποκτήσει ως καταπιστευματοδόχος εν είδει εξασφάλισης κάποιο μικρό ποσοστό μετοχών από άλλο μέτοχο μόνο για μικρό χρονικό διάστημα. Η πιθανό είναι να έχει συσταθεί μια εταιρεία ή μια κοινοπραξία από μετόχους που κατέχουν συνολικά ποσοστό περισσότερό του 95% για πολύ μικρό χρονικό διάστημα για λόγους συμμετοχής σε διαγωνισμό ή για φορολογικούς λόγους.

³⁵⁹ Ενδιάμεσα μπορεί να έχει ασκήσει και επιδώσει την αγωγή του ο μέτοχος της μειοψηφίας. Σε αυτήν την περίπτωση τίθεται ερώτημα ως προς το αν ο μέτοχος της μειοψηφίας άσκησε καταχρηστικά το δικαίωμα εκ του άρθρου 49β.

το χρονικό διάστημα κατά το οποίο διατηρούσε ο πλειοψηφών μέτοχος το απαραίτητο ποσοστό δεν δικαιολογεί σύμφωνα με το άρθρο 281 ΑΚ την άσκηση του δικαιώματος του μετόχου εκ του άρθρου 49β για αποχώρηση και μεταβίβαση των μετοχών του³⁶⁰.

Το χρονικό διάστημα που μπορεί να θεωρηθεί πως πληροί επαρκώς την προϋπόθεση της διατήρησης του ποσοστού δεν μπορεί να προκύψει με βάση το άρθρο 49β. Ορθότερο είναι να αναζητηθεί με βάση τα κριτήρια του άρθρου 281 ΑΚ η επαρκής διατήρηση του ποσοστού που, δικαίως, οδηγεί στην άσκηση του δικαιώματος του μετόχου της μειοψηφίας. Η καλή πίστη, και στην περίπτωση της ΑΕ και η υποχρέωση πίστης, σύμφωνα με την οποία ο μέτοχος δεν πρέπει να επιδιώκει μόνο τα ατομικά του συμφέροντα³⁶¹, τα χρηστά ήθη και ο οικονομικός σκοπός του δικαιώματος αποχώρησης και μεταβίβασης των μετοχών της μειοψηφίας υποδεικνύουν περιπτωσιολογικά πότε είναι δυνατό να υποστηριχθεί η καταχρηστική άσκηση του δικαιώματος εκ του άρθρου 49β.

Η. Ολοκλήρωση της εξαγοράς³⁶²

Η εξαγορά ολοκληρώνεται με την μεταβίβαση των μετοχών στην πλειοψηφούντα μέτοχο και την καταβολή του αντίστοιχου ανταλλάγματος στον μέτοχο της μειοψηφίας³⁶³. Για την ολοκλήρωση της εξαγοράς δεν απαιτείται η τροποποίηση του καταστατικού, όπως συμβαίνει στην περίπτωση της εξόδου από την ΕΠΕ³⁶⁴.

Με τη μεταβίβαση των μετοχών ο μέτοχος της μειοψηφίας εκπληρώνει τη δική του υποχρέωση και πλέον έχει δικαίωμα να αξιώσει την είσπραξη του ανταλλάγματος που όρισε το δικαστήριο. Σε περίπτωση άρνησης του πλειοψηφούντος μετόχου να συμμορφωθεί με την απόφαση, ο μέτοχος της μειοψηφίας έχει πλέον τη δυνατότητα να προβεί σε αναγκαστική εκτέλεση της απόφασης κατά της περιουσίας του πλειοψηφούντος μετόχου.

³⁶⁰ Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 195.

³⁶¹ Για την υποχρέωση πίστης ως μέσο προστασίας της μειοψηφίας βλ. ενδεικτικά Σπυρίδωνος, σε ΔικΑΕ Παράρτημα άρθρων 39-40ε αρ. 20 με παραπομπές σε βιβλιογραφία.

³⁶² Αναλυτικότερα βλ. Βενιέρης, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, σελ. 142-147.

³⁶³ Εφαρμοστέες είναι οι διατάξεις του άρθρου 8β Κ.Ν. 2190/1920.

³⁶⁴ Περάκης, σε ΔικΕΠΕ άρθρο 39 αρ. 19 επ.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Τα δικαιώματα του “sell out” και του “squeeze out” έχουν καθιερωθεί στις έννομες τάξεις των ευρωπαϊκών κρατών είτε ως θεσμοί του δικαίου της κεφαλαιαγοράς είτε του εταιρικού δικαίου, αποτελώντας σημαντικά εργαλεία για την επιτυχή έκβαση εξαγοράς επιχειρήσεων, την ομαλή πραγματοποίηση μετασχηματισμών των εταιριών, την υγιή εκκαθάριση και τον επαναπροσδιορισμό της μετοχικής σύνθεσης καθώς και για τη μείωση των λειτουργικών δαπανών των εταιριών στις οποίες ο βασικός μέτοχος κατέχει ποσοστό πάνω από το 90% του μετοχικού κεφαλαίου.

Ειδικότερα, με την εισαγωγή των διατάξεων των άρθρων 49α και 49β καθιερώθηκε ουσιαστικά ένα δικαίωμα εξόδου του μετόχου από την ανώνυμη εταιρία, δικαίωμα που δεν υφίστατο στο δίκαιο των ΑΕ, μολονότι υπήρχαν παρεμφερείς διατάξεις και εντός του σώματος του Κ.Ν. 2190/1920, κυρίως στο κεφάλαιο περί μετασχηματισμών, αλλά και στο Ν. 3190/1955 περί ΕΠΕ. Με τον τρόπο αυτό καλύφθηκε ένα κενό που υπήρχε στο ρυθμιστικό πλαίσιο που διέπει τις ΑΕ. Σημαντική προς αυτή την κατεύθυνση ήταν η επιρροή των διατάξεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, και εν προκειμένω του άρθρου 28 Ν. 3461/2006, το οποίο καθιερώνει ένα αντίστοιχο δικαίωμα εξόδου των μετόχων των εισηγμένων ΑΕ.

Οι διατάξεις των άρθρων 49α επ. εισάγουν το δικαίωμα του μετόχου της μειοψηφίας να αποχωρήσει από την ΑΕ αλλά και το αντίστοιχο δικαίωμα του πλειοψηφούντος μετόχου να αποκτήσει τον πλήρη έλεγχο της ΑΕ, εξαγοράζοντας της μετοχές της μειοψηφίας. Επιπλέον παρέχουν ένα ικανοποιητικό πλαίσιο προστασίας όλων των εμπλεκομένων στην ΑΕ μερών, τόσο της μειοψηφίας όσο και πλειοψηφίας. Η εφαρμογή των ως άνω άρθρων προσφέρει λύση σε άλλως αδιέξοδες καταστάσεις, χωρίς να διαταράσσει την ισορροπία δικαιωμάτων ή να αντιμετωπίζει με τρόπο άδικο τα συγκρουόμενα συμφέροντα και με την ασφάλεια που προφέρει η δικαστική κρίση. Το δικαίωμα αυτό της μειοψηφίας βασίζεται σε ένα αίσθημα δικαίου, το οποίο υπαγορεύει την παροχή διεξόδου στον μέτοχο μειοψηφίας, στις περιπτώσεις που η παραμονή στην ΑΕ καθίσταται δυσβάσταχτη ή και απλά ασύμφορη.

Ο θεσμός της εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας κατά γενική αποδοχή κρίθηκε ότι είναι απόλυτα συμβατός με το Σύνταγμα και τις επιταγές αυτού, παρότι αποτελεί είδος περιορισμού του ατομικού δικαιώματος στην ιδιοκτησία. Ο περιορισμός αυτός κρίνεται ως ανεκτός, αποδεκτός και σύμφωνος με την αρχή της αναλογικότητας.

Η διάταξη του άρθρου 49β, κατά την εισαγωγή της στο δίκαιο των ΑΕ, θεωρήθηκε επιτυχής, για τις ανάγκες που καλούνταν να εξυπηρετήσει με την ταυτόχρονη διαπίστωση ότι αφορά μια κατάσταση που δεν αναμένεται να εμφανίζεται συχνά. Εξάλλου, η εφαρμογή του άρθρου 49β δεν μπορεί παρά να είναι περιορισμένη λόγω των αυστηρών προϋποθέσεων που θέτει αλλά και του επιπέδου πληροφόρησης που προϋποθέτει, τόσο ως προς την υπάρχουσα μετοχική κατάσταση, και ειδικότερα τα ακριβή ποσοστά επί του μετοχικού κεφαλαίου που κατέχουν οι μέτοχοι και τις τυχόν σχέσεις εξάρτησης που μπορεί να υπάρχουν μεταξύ τους, αλλά κυρίως λόγω της δεδομένης ελλιπούς πληροφόρησης των μικρομετόχων σχετικά με τον τρόπο διοίκησης και την πραγματική περιουσιακή κατάσταση της εταιρείας.

Ωστόσο, από την εισαγωγή της διάταξης το 2007 μέχρι σήμερα δεν έχει διαμορφωθεί στη χώρα μας κάποια σχετική νομολογία επί του θέματος. Το διάστημα των 11 ετών που βρίσκεται σε ισχύ το άρθρο 49β και η ουσιαστικά ανύπαρκτη νομολογία επί αυτού, μας επιτρέπει να εξάγουμε κάποια συμπεράσματα ως προς την αποτελεσματικότητα αλλά και την εν γένει λειτουργικότητα του θεσμού αυτού στο χώρο της ελληνικής αγοράς και το εσωτερικό των ελληνικών ΑΕ. Η απουσία νομολογίας σε συνδυασμό με την αποκλειστικά θεωρητική παρουσίαση του ζητήματος στη βιβλιογραφία και αρθρογραφία είναι ενδεικτική της γενικής διστακτικότητας ως προς την εφαρμογή της σχετικά νέας αυτής ρυθμίσεως αλλά και της ενδεχόμενης ακαταλληλότητάς της για τη δομή και τον τρόπο λειτουργίας των ελληνικών ΑΕ με όλες τις εγγενείς διαδικαστικές δυσκολίες, που παρουσιάζει και τις οποίες επισημάναμε στην παρούσα εργασία.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Κ.Ν. 2190/1920

49α: Δικαίωμα της μειοψηφίας να ζητήσει την εξαγορά των μετοχών της από την εταιρεία

...

4. Το δικαστήριο ορίζει το αντάλλαγμα, που πρέπει να είναι δίκαιο και να ανταποκρίνεται στην πραγματική αξία των μετοχών αυτών, καθώς και τους όρους καταβολής του. Για τον προσδιορισμό της αξίας, το δικαστήριο μπορεί να διατάξει πραγματογνωμοσύνη, που διενεργείται από την επιτροπή της παραγράφου 1 ή από τα πρόσωπα της παραγράφου 4 του άρθρου 9. Εάν οι ενάγοντες μέτοχοι δεν αποδέχονται το τίμημα που προσδιορίζεται με τον τρόπο αυτόν, μπορούν να αρνηθούν την εξαγορά, επιβαρύνονται όμως με τα έξοδα της δίκης για τον προσδιορισμό της αξίας των μετοχών τους.

...

49β : Δικαίωμα της μειοψηφίας για εξαγορά των μετοχών της από τον πλειοψηφούντα μέτοχο

1. Με την επιφύλαξη των διατάξεων για τη δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών, εάν ένας μέτοχος απέκτησε μετά την ίδρυση της εταιρείας και διατηρεί τουλάχιστον το ενενήντα πέντε τοις εκατό (95%) του μετοχικού κεφαλαίου της, ένας ή περισσότεροι από τους λοιπούς μετόχους μπορούν να ζητήσουν με αγωγή, η οποία ασκείται εντός προθεσμίας πέντε (5) ετών από τότε που ο μέτοχος απέκτησε το παραπάνω ποσοστό, την εξαγορά της συμμετοχής τους από το μέτοχο αυτόν. Στο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας που κατέχει ο παραπάνω μέτοχος συνυπολογίζονται τα ποσοστά που κατέχουν: α) συνδεδεμένες με αυτόν επιχειρήσεις κατά την έννοια της παραγράφου 5 του άρθρου 42ε, β) ο ή η σύζυγός του και γ) συγγενείς του μέχρι και του τρίτου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας.

2. Αρμόδιο για την εκδίκαση της αγωγής είναι το πολυμελές πρωτοδικείο της έδρας της εταιρείας. Στην περίπτωση αυτή εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις της παραγράφου 4 του άρθρου 49α του παρόντος.

N. 4548/2018

Αιτιολογική έκθεση

Επί των άρθρων 45, 46 και 47 (εξαγορές): Τα άρθρα αυτά αφορούν τις τρεις μορφές εξαγορών, τις οποίες ρυθμίζουν τα άρθρα 49α, 49β και 49γ κ.ν. 2190/1920, αντίστοιχα. Διατηρήθηκαν οι παλιές ρυθμίσεις με ελάχιστες φραστικές μεταβολές και ερμηνευτικές διασαφηνίσεις. Αρμόδιο είναι το μονομελές πρωτοδικείο της έδρας της εταιρείας, που στις περιπτώσεις των άρθρων 45 και 46 κρίνει κατά την τακτική διαδικασία, ενώ στην περίπτωση του άρθρου 47 με τη διαδικασία της εκούσιας δικαιοδοσίας.

Άρθρο 45 : Δικαίωμα της μειοψηφίας να ζητήσει την εξαγορά των μετοχών της από την εταιρεία

...

4. Το δικαστήριο, που δικάζει και δέχεται την αγωγή, ορίζει το αντάλλαγμα της εξαγοράς, που πρέπει να είναι δίκαιο και να ανταποκρίνεται στην πραγματική αξία των μετοχών, καθώς και τους όρους καταβολής του. Για τον προσδιορισμό της αξίας, το δικαστήριο μπορεί να διατάξει πραγματογνωμοσύνη, που διενεργείται από τα πρόσωπα της παραγράφου 3 του άρθρου 17. Αν οι μέτοχοι που ζήτησαν την εξαγορά δεν αποδέχονται το τίμημα που προσδιορίζεται κατά τα ανωτέρω, μπορούν να αρνηθούν την εξαγορά, επιβαρύνονται όμως με τα έξοδα της δίκης για τον προσδιορισμό της αξίας των μετοχών τους.

...

Άρθρο 46 : Δικαίωμα της μειοψηφίας για εξαγορά των μετοχών της από τον πλειοψηφούντα μέτοχο

1. Με την επιφύλαξη των διατάξεων για τη δημόσια πρόταση αγοράς κινητών αξιών, αν ένας μέτοχος απέκτησε μετά την ίδρυση της εταιρείας και διατηρεί τουλάχιστον το ενενήντα πέντε τοις εκατό (95%) του κεφαλαίου της, ένας ή περισσότεροι από τους λοιπούς μετόχους μπορούν να ζητήσουν από το δικαστήριο με αγωγή, η οποία ασκείται μέσα σε προθεσμία πέντε (5) ετών από τότε που ο μέτοχος απέκτησε το παραπάνω ποσοστό, την εξαγορά της συμμετοχής τους από τον μέτοχο αυτόν. Στο ποσοστό του κεφαλαίου της εταιρείας που κατέχει ο παραπάνω μέτοχος συνυπολογίζονται τα ποσοστά που κατέχουν: α) συνδεδεμένες με αυτόν επιχειρήσεις κατά την έννοια του άρθρου 32 του ν. 4308/2014, και β) τα στενά μέλη οικογένειας αυτού, όπως αυτά ορίζονται στο Παράρτημα Α' του ν. 4308/2014.

2. Στην εξαγορά τους παρόντος άρθρου εφαρμόζονται αναλόγως οι διατάξεις της παραγράφου 4 του άρθρου 45.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Burkart, M. and F. Panunzi, Mandatory Bids, Squeeze-Outs, Sell-Out and the Dynamics of the Tender Offer Process. In G. Ferrarini, K. Hopt, J. Winter and Wymeersch, E. (Eds.), Reforming Company and Takeover Law in Europe (pp. 737-765), Oxford: Oxford University Press 2004: <http://ssrn.com/abstract=420940>
- Perakis Evangelhos, Rights of Minority Shareholders (συλλογικό έργο) Rights of minority shareholders, XVIth Congress of the International Academy of Comparative Law, Brisbane, 2002
- Αλεξανδρίδου Ελίζα, Δίκαιο Εμπορικών Εταιριών, Τεύχος Β΄ Κεφαλαιουχικές Εταιρίες, γ΄ έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2009
- Αλεξανδρίδου Ελίζα, Δίκαιο εμπορικών εταιριών, Νομική Βιβλιοθήκη, 2012,
- Αλεξανδροπούλου Αντιγόνη, «Squeeze-out» και νομικά ζητήματα που ανακύπτουν από την εφαρμογή του, ΔΕΕ 2008, σελ. 404
- Αντωνόπουλος Βασίλης, Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας και Ε.Π.Ε. Δ΄ έκδοση, Εκδόσεις Σάκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2012
- Αυγητίδης Δημήτριος, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2014
- Αυγητίδης Δημήτριος, Ειδικές ρυθμίσεις για τις εισηγμένες εταιρίες στον Κ.Ν. 2190/1920, ΕπισκεΔ 2008, σελ. 386
- Αυγητίδης Δημήτριος, Εξαγορά πλειοψηφικού πακέτου ανώνυμης εταιρίας στο χρηματιστήριο και προστασία της μειοψηφίας, ΔΕΕ 2001, σελ. 571
- Αυγητίδης Δημήτριος, Η Εισηγμένη Ανώνυμη Εταιρεία, Β΄ έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2013
- Αυγητίδης Δημήτριος, Η Οδηγία 2004/25/ΕΚ για τις επιθετικές εξαγορές, ΔΕΕ 2006, σελ. 261
- Βενιέρης Ιάκωβος, Εισαγωγικές Παρατηρήσεις στα άρθρα 49α-49γ εις Ε. Περάκη (εκδ.), Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας, τ. ΙΙ, Νομική Βιβλιοθήκη, 2013
- Βενιέρης Ιάκωβος, σχόλιο ΠΠρΑθ 323/2009 [ΑΕ. Άρθρο 49γ Ν 2190/1920], ΔΕΕ 2010, σελ. 796
- Βενιέρης Ιάκωβος, Η εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας στην ΑΕ, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2009
- Βερβεσός Νικόλαος, Η σχέση ανάμεσα στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας και στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, σε Μ. Θ. Μαρίνος (επιμ.), Η ανώνυμη εταιρεία μεταξύ

- εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς, Π.Ν. Σάκκουλας, Αθήνα, 2011, σελ. 328
- Βερβεσός Νικόλαος, Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, (συλλογικό έργο επιμ. Περάκης Ε.) άρθρα 3, 8β τ. II, Νομική Βιβλιοθήκη, 2013
 - Γιαλούρης Δημήτριος, Το Squeeze-out στα πλαίσια του συνταγματικού δικαίου, ΔΕΕ 2009, σελ. 153
 - Γκολογκίνα - Οικονόμου Ελένη, Rights of minority shareholders, Greece, σε Ε. Περάκη, Rights of minority shareholders, XVIth Congress of the International Academy of Comparative Law, Brisbane, 2002, σελ. 415
 - Γκρίτζαλης Γεώργιος, Δικαιώματα μειοψηφίας και προσωπικά στοιχεία του μετόχου στο Ν 3604/2007, ΧρΙΔ 2008, σελ. 875
 - Γουγά Αφροδίτη, Το αντάλλαγμα κατά την εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας (squeeze -sell out) σε Μ. Θ. Μαρίνος (επιμ.), Η ανώνυμη εταιρία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς, Π.Ν. Σάκκουλας, Αθήνα, 2011, σελ. 227
 - Δεδούλη - Λαζαράκη Α., Εξαγορά μετοχών της μειοψηφίας από την ανώνυμη εταιρία, ΔΕΕ 3/2017, σελ. 325
 - Δεληκωστόπουλος Ιωάννης, Δικονομικές δυνατότητες μειοψηφούντος μετόχου, ΔΕΕ 2010, σελ. 1288
 - Δρακόπουλος Πέτρος, Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας, (συλλογικό έργο επιμ. Περάκης Ε.) άρθρα 39, 39^α, τ. II, Νομική Βιβλιοθήκη, 2013,
 - Θεοδοωροπούλου - Δένδια Βιργινία, Ο χαλαρός δεσμός του σύγχρονου μετόχου με την «εταιρία» του - Προβλήματα και προσπάθεια αντιμετώπισής τους, ΔΕΕ 2015, σελ. 811
 - Καλαμπούκα Πόπη, Η διαδικασία και οι λόγοι εξόδου μέλους οικογενειακής εταιρίας - Συγκριτική μελέτη των ρυθμίσεων στους βασικούς εταιρικούς τύπους, ΔΕΕ 2016, σελ. 465
 - Καρασης Μαριάνος, Ζητήματα εξωεταιρικής συμφωνίας ανώνυμης εταιρείας ΧρΙΔ 2011, σελ. 142
 - Κηπουργού Αδαμαντία, Η προστασία της μειοψηφίας στην περίπτωση της υποχρεωτικής δημόσιας πρότασης αγοράς κινητών αξιών, Εκδόσεις Σάκκουλας, 2014
 - Κοκκίνης Λουκάς, Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας (συλλογικό έργο επιμ. Ε. Περάκης) άρθρο 11α, τόμος 2^{ος}, Β' έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2003,

- Κουλορίδας Αθανάσιος, Το δικαίωμα της μειοψηφίας του άρθρου 49β του ΚΝ 2190/1920 για εξαγορά των μετοχών της από τον πλειοψηφούντα μέτοχο στις εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά εταιρίες, ΔΕΕ 2008, σελ. 565
- Λέκκας Γεώργιος, Η δημόσια πρόταση εξαγοράς, ΧρηΔικ 2008, σελ. 32
- Λυρατζοπούλου - Μαντενιώτου Κυριακή, Δικαιώματα μειοψηφίας: Ειδικότερα το δικαίωμα εξαγοράς των μετοχών της από την εταιρεία (άρθρο 49α ν. 2190/1920) σε Μ. Θ. Μαρίνος (επιμ.), Η ανώνυμη εταιρία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου κεφαλαιαγοράς, Π.Ν. Σάκκουλας, Αθήνα, 2011, σελ. 305
- Μιχαλόπουλος Γεώργιος, Η ταυτότητα της οικογενειακής επιχείρησης ΔΕΕ 2016, σελ. 129
- Μιχαλόπουλος Γεώργιος, Σύγχρονες τάσεις του δικαίου της ΑΕ: Από την καταστατική αυστηρότητα στην ώσμωση με τις εξωεταιρικές συμφωνίες, ΕπισκΕΔ, 2008, σελ. 963
- Μούζουλας Σπήλιος, Ν 3604/2007 για την αναμόρφωση και τροποποίηση του ΚΝ 2190/1920 περί ανωνύμων εταιριών - κατ' άρθρο ερμηνεία, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2008
- Μπουλούκος Μάριος και Κίτσου Ανθή, Η εισαγωγή δικαιώματος αποκλεισμού (squeeze out) και εξόδου (sell out) των μετόχων μειοψηφίας στο ελληνικό δίκαιο «εισηγμένων» ΑΕ, ΕλλΔνη 2006, σελ. 1290
- Παπαδημόπουλος Ιωάννης, Τα δικαιώματα του squeeze-out και του sell-out υπό το φως της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς, ΔΕΕ 2005, σελ. 396
- Παπαδημόπουλος Ιωάννης, Το δικαίωμα εξόδου του μετόχου από την εταιρία, ΧρΙΔ 2004, σελ. 494
- Περάκης Ευάγγελος, Ζητήματα του νέου νομού 3604/2007 για τις ανώνυμες εταιρίες, ΝοΒ 2008, σελ. 523
- Περάκης Ευάγγελος, Το Νέο Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας Ο νέος Ν 4548/2018 με εισαγωγικές παρατηρήσεις, 5η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2018
- Περάκης Ευάγγελος, Το Νέο Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας - ο ΚΝ 2190/1920 όπως ισχύει μετά το Ν 3604/2007, Νομική Βιβλιοθήκη, 2007
- Ρόκας Νικόλαος, Εμπορικές Εταιρίες, 7η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2012
- Ρόκας Νικόλαος, Εμπορικές Εταιρίες, 8η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2018
- Σπυρίδωνος Αλέξανδρος, Η προστασία των μετόχων της μειοψηφίας έναντι των παραεταρικών συμφωνιών, ΔΕΕ 2004, σελ. 641

- Σπυρίδωνος Αλέξανδρος, Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρείας (συλλογικό έργο επιμ. Ε. Περάκης) Παράρτημα 39-40ε, том 5, 2η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2002
- Σπυρίδωνος Αλέξανδρος, Τα δικαιώματα της μειοψηφίας στην Ανώνυμη Εταιρεία, 2η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016
- Σταϊκούρας Παναγιώτης, Προαιρετικές δημόσιες προτάσεις, το αντάλλαγμα κατά την άσκηση του δικαιώματος εξαγοράς (“squeeze out”) και η έννοια του συμβούλου του προτείνοντος, ΧρηΔικ 2009, σελ. 382
- Σωτηρόπουλος Γεώργιος, Ζητήματα ως προς την εφαρμογή του αρ. 49β ΚΝ 2190/1920 ΕΕμπΔ 2014, σελ. 778
- Τέλλης Νικόλαος, Από την προστασία του μετόχου στην προστασία του επενδυτή - παράλληλες και ειδικές μορφές προστασίας, ΕπισκΕΔ 2009, σελ. 273
- Τέλλης Νικόλαος, Εξαγορά των μετοχών της μειοψηφίας (άρθρο 49γ ΚΝ 2190/1920), ΕπισκΕΔ 2008, σελ. 414
- Τουντόπουλος Βασίλης, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Εκδόσεις Σάκκουλα Αθήνα – Θεσσαλονίκη, 2015
- Τριανταφυλλάκης Γεώργιος, Από την προστασία της μειοψηφίας στην προστασία του μετόχου, ΕΕμπΔ 2009, σελ. 499
- Τριανταφυλλάκης Γεώργιος, Η εφαρμογή της ισότιμης μεταχείρισης των μετόχων στην εξαγορά επιχειρήσεων, ΔΕΕ 2001, σελ. 363
- Τριανταφυλλάκης Γεώργιος, Το συμφέρον της επιχείρησης ως κανόνας συμπεριφοράς των οργάνων της ΑΕ, Αθήνα-Κομοτηνή, 1998
- Τσίρου Σίσσυ- Σπυριδούλα, Το νομοθετικό πλαίσιο του squeeze-out και του sell-out, ΔΕΕ 2008, σελ. 803
- Χατζηγάγιος Θωμάς, Η απόκτηση από την ανώνυμη εταιρεία δικών της μετοχών, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 1998